

**Maria Lucia Rangel Filardo**

---

# FONTES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NO BRASIL

IV PRÊMIO  
BNDE DE  
ECONOMIA



Ministério da Indústria e do Comércio  
BANCO NACIONAL DO  
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

FICHA CATALOGRÁFICA

---

Filardo, Maria Lucia Rangel

F478f Fontes de financiamento das empresas no Brasil / Maria  
Lucia Rangel Filardo. — Rio de Janeiro: BNDE, 1980.  
127p.

Tese (M.Sc.) — USP. Faculdade de Economia e Adminis-  
tração e vencedora do IV Prêmio BNDE de Economia.

1. Recursos de capital. 2. Empresas — Financiamentos.  
I. Título.

332.04154 (CDD)

---

**Maria Lucia Rangel Filardo**

# **FONTES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NO BRASIL**

Dissertação de Mestrado apresentada  
pela Bacharel Maria Lucia Rangel Filardo na  
Faculdade de Economia e Administração  
da Universidade de São Paulo.

**IV PRÊMIO  
BNDE DE  
ECONOMIA**

Rio de Janeiro — 1980

## **Apresentação**

O trabalho *Fontes de Financiamento das Empresas no Brasil*, de autoria de Maria Lucia Rangel Filardo, foi o vencedor do IV Prêmio BNDE de Economia, referente ao ano de 1980.

A escolha do trabalho coube a uma Comissão Examinadora, presidida pelo professor Isaac Kerstenetzky e formada pelos professores André Franco Montoro Filho, Atos de Freitas Grawunder, Dionísio Dias Carneiro, Flávio Versiani, Maria da Conceição Tavares e Yoni Sampaio.

O Prêmio BNDE de Economia, instituído em 1977, tem o objetivo de estimular a pesquisa no campo da Ciência Econômica pura e da Ciência Econômica aplicada aos problemas econômicos nacionais, regionais e setoriais.

Várias pessoas e instituições auxiliaram-me na execução deste trabalho. Devo agradecer ao Prof. Dr. Raul Ekerman, pela sua orientação. Aos Professores Doutores Adroaldo Moura da Silva, André Franco Montoro Filho, Celso Luís Martone e Clovis de Araujo Peres pela contribuição com comentários sobre alguns aspectos do tema estudado. Aos meus colegas Carlos Teixeira, Décio Kadota, Maria Helena Zockun e Paulo de Tarso Leite Soares pelo seu interesse nesta pesquisa.

Agradeço às seguintes instituições: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas, Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil.

À analista de computação Eunice da Conceição Nascimento e às estagiárias Keiko Shimabukuro e Célia Maria Sant'Ana de Oliveira ficam meus agradecimentos. Também a Ruth Fedoruk e Maria Rita de Souza pela execução do processo de datilografia e, acima de tudo, pela solidariedade demonstrada.

Agradeço particularmente ao meu colega e marido Nicola Antonio de Souza Filardo.

Os erros que possam ser encontrados neste trabalho são de minha exclusiva responsabilidade.

## **Agradecimentos**

## **Sumário**

- 1. Introdução, 11**
- 2. Revisão Crítica da Literatura, 14**
  - 2.1 Apresentação do Problema, 14
  - 2.2 A Política de Dividendos, 23
  - 2.3 A Determinação da Poupança da Empresa, 27
    - 2.3.1 As Hipóteses de Duesenberry, 32
    - 2.3.2 As Hipóteses de Steindl, 34
    - 2.3.3 As Hipóteses de Adrian Wood, 36
    - 2.3.4 As Hipóteses de Eichner, 41
  - 2.4 Conclusões da Revisão Crítica da Literatura, 43
- 3. A Relevância do Tema para a Economia Brasileira, 47**
- 4. Apresentação e Discussão dos Resultados Empíricos, 50**
  - 4.1 Procedimentos Metodológicos, 50
    - 4.1.1 Descrição dos Dados, 50
    - 4.1.2 Forma de Seleção das Empresas, 51
    - 4.1.3 Forma de Agregação das Empresas Seleccionadas, 52
  - 4.2 Apresentação e Análise do Conjunto de Indicadores, 53
    - 4.2.1 Indicadores de Geração e Utilização de Recursos Próprios, 54
    - 4.2.2 Indicadores de Distribuição de resultados, 64
    - 4.2.3 Indicadores de Utilização dos Recursos de Terceiros, 71
    - 4.2.4 Indicadores de Rentabilidade e de Rotação, 79
    - 4.2.5 Outros Indicadores, 87
    - 4.2.6 Participação Relativa de Cada Setor, 94

**5. Conclusões, 101**

**6. Anexos, 108**

6.1 Descrição do Teste Elaborado para Seleção das Empresas, 108

6.2 Tabelas Descritivas das Amostras e da Participação das Empresas Seleccionadas, 109

**7. Referências Bibliográficas, 125**

**Quadro 1.**

Balanço Patrimonial Sucinto, 14

**Quadro 2.**

Demonstrativo de Usos e Fontes de Recursos, 15

**Quadro 3.**

Síntese do Pensamento dos Autores quanto aos Fatores Determinantes da Utilização das Várias Fontes de Financiamento, 44

**Quadro 4.**

Síntese do Pensamento dos Autores quanto aos Usos Gerais Dados a seus Recursos, 45

**Lista  
dos Quadros**

## **Lista das Tabelas**

### **Tabela 1.**

Principais Usos e Fontes de Fundos da Empresa Americana no Período 1946-1975, 16

### **Tabela 2.**

Principais Usos e Fontes de Fundos da Empresa Inglesa, 22

### **Tabela 3.**

Indicadores de Distribuição de Resultados na Economia Americana, 27

### **Tabela 4.**

Indicadores de Geração e Utilização de Recursos Próprios na Economia Americana, 30

### **Tabela 5.**

Evolução das Várias Fontes de Financiamento no Período 1964-1978, 48

### **Tabela 6.**

Discriminação da Composição Proporcional dos Recursos Próprios para Amostra de Grandes Empresas Nacionais, 55

### **Tabela 7.**

Indicadores da Geração e Utilização dos Recursos Próprios — 1972, 56

### **Tabela 8.**

Indicadores da Geração e Utilização dos Recursos Próprios — 1975, 59



**Tabela 9.**

Teste de Significância da Diferença entre Empresas  
PM e G para os Indicadores de Geração e Utilização  
dos Recursos Próprios, 62

**Tabela 10.**

Indicadores da Distribuição de Resultado — 1972, 65

**Tabela 11.**

Indicadores da Distribuição de Resultado — 1975, 68

**Tabela 12.**

Teste de Significância da Diferença entre Empresas  
PM e G para os Indicadores de Distribuição de  
Resultado, 71

**Tabela 13.**

Indicadores da Utilização de Recursos de Terceiros —  
1972, 72

**Tabela 14.**

Indicadores da Utilização de Recursos de Terceiros —  
1975, 75

**Tabela 15.**

Teste de Significância da Diferença entre Empresas  
PM e G para os Indicadores de Utilização de Recursos  
de Terceiros, 78

**Tabela 16.**

Indicadores de Rentabilidade e de Rotação —  
1972, 80

**Tabela 17.**

Indicadores de Rentabilidade e de Rotação —  
1975, 83

**Tabela 18.**

Teste de Significância da Diferença entre Empresas PM e G para os Indicadores de Rentabilidade e de Rotação, 86

**Tabela 19.**

Outros Indicadores – 1972, 88

**Tabela 20.**

Outros Indicadores – 1975, 91

**Tabela 21.**

Teste de Significância da Diferença entre Empresas PM e G para os Outros Indicadores, 94

**Tabela 22.**

Participação Relativa de Cada Setor no Total e a Distribuição Conforme Tamanho Dentro dos Setores, segundo Alguns Indicadores – 1972, 95

**Tabela 23.**

Participação Relativa de Cada Setor no Total e a Distribuição Conforme Tamanho Dentro dos Setores, segundo Alguns Indicadores – 1975, 98

**Tabela 24.**

Comparação entre Alguns Indicadores de Empresas do Brasil e dos Estados Unidos, 106

## **Resumo**

Análise de alguns aspectos relativos às fontes de financiamento das empresas no Brasil. Primeiramente, faz-se uma revisão crítica da literatura e, apoiando-se em evidências empíricas disponíveis em outros países, procura-se destacar a relação entre as empresas e os mercados financeiro e acionário nesses países. Pesquisam-se indicadores característicos dos padrões de comportamento das empresas não financeiras quanto à composição dos recursos próprios, à forma de distribuição dos resultados, ao grau de utilização de recursos de terceiros, aos níveis de rentabilidade, à taxa de crescimento do estoque de capital e outros. O conjunto destes indicadores procura verificar a forma de relacionamento das empresas com os mercados financeiro e acionário através da análise do quanto a sua expansão se baseia em recursos originários da sua própria atividade ou em recursos de terceiros. A fonte dos dados constitui-se de duas amostras representativas da população das empresas do Brasil para os anos de 1972 e 1975. Estas amostras são provenientes das declarações do Imposto de Renda Pessoa Jurídica.

## 1. Introdução

O estudo das formas de relacionamento da empresa com os mercados financeiro e acionário caracteriza-se pela análise do papel que os recursos provenientes destes mercados têm no financiamento das despesas com investimento, tanto em capital fixo como de giro, e, portanto, da possibilidade de ampliação das taxas de crescimento da empresa.

Como é razoável supor-se que a empresa escolha uma dada composição de suas fontes de financiamento entre internas e externas, dependendo do custo dos recursos gerados internamente em comparação com os custos dos recursos ofertados pelos mercados financeiro e acionário, é possível estabelecer-se que esta decisão depende:

- a. Da capacidade que os mercados financeiro e acionário tenham em realocar poupanças. Por um lado, a composição da oferta destes fundos depende de quais são as linhas de crédito existentes, se há linhas especiais de crédito e outras formas de incentivos creditícios e qual o papel do mercado acionário. Por outro lado, esta composição sofre influência da política monetária — que, conforme seja expansionária ou restritiva, altera a formação da taxa de juros — e das demais políticas governamentais que ofereçam incentivos ao investimento.
- b. Da capacidade de formação de recursos próprios pela empresa, determinada pela sua política de retenção de lucros e pelo seu esquema de depreciação do capital fixo. A política de retenção de lucros depende de sua política de dividendos e do montante de lucro gerado. Este último é influenciado pelo estágio da vida da empresa, se ela está em expansão ou não, pelo setor em que ela atua, pela forma de concorrência dentro deste setor e pelas políticas governamentais que alterem suas margens de lucro, tais como isenções no pagamento de impostos, licenças especiais de importação e outras.

A importância deste estudo para a explicação da realidade brasileira é evidente na medida em que estudos anteriores<sup>1</sup> mostraram que, apesar ou por causa de toda a reformulação recente da estrutura do mercado de capitais, houve uma tendência crescente ao endividamento das empresas, uma vez que grande parte do financiamento do investimento foi realizada com recursos financeiros de terceiros.

O porquê, em determinado momento, de a estrutura do mercado de capitais ser tal que não há o desenvolvimento harmônico de todas as fontes de fundos, ofer-

---

<sup>1</sup> Ver GLAT, M. *A descapitalização da empresa nacional*. Rio de Janeiro, Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 1977.

tando-se muitos recursos na área de crédito e poucos na área do mercado acionário, é assunto que interessa, especialmente hoje, aos analistas da economia brasileira.

Em vista da grande complexidade e amplitude da problemática acima exposta, procuraremos desenvolver esta monografia, cuja finalidade é esclarecer alguns aspectos da dependência da empresa brasileira com relação aos mercados acionário e financeiro, da forma descrita a seguir.

Faremos uma revisão crítica da literatura, onde exporemos o pensamento de vários autores sobre a forma de dependência das empresas não financeiras em relação aos mercados financeiro e acionário.

O resultado deste capítulo nos proporcionará um quadro de referência geral, a partir do qual poderão ser analisadas as características atuais da economia brasileira e até que ponto estas se afastam do padrão explicitado para as economias capitalistas desenvolvidas.

Em seguida, pesquisaremos indicadores que sejam característicos do padrão de comportamento das empresas não financeiras quanto à composição dos recursos próprios, à forma de distribuição de resultados, ao grau de utilização de recursos de terceiros, aos níveis de rentabilidade, à taxa de crescimento do estoque de capital e outros. O conjunto destes indicadores procura verificar a forma de relacionamento das empresas com os mercados financeiro e acionário através da análise do quanto a sua expansão se baseia em recursos originários da sua própria atividade ou em recursos de terceiros.

Nossa pesquisa não procurará determinar a estrutura de capital das empresas e sua evolução no tempo, pois a inexistência de dados completos de balanço e de uma série mais longa destes não nos permitirá. Assim, tentaremos verificar as diferenças existentes entre setores e tamanhos, para alguns indicadores selecionados, por representarem padrões de comportamento significantes para a nossa análise.

Devemos observar, adicionalmente, que apesar do grande interesse contido em uma descrição das instituições componentes do mercado de capitais e dos fluxos de recursos por elas gerados, seus prazos, custos e composição, com a finalidade de avaliação de seu desempenho, este assunto não será abordado nesta monografia, embora a metodologia por nós proposta, ao avaliar alguns indicadores da dependência da empresa com relação ao mercado financeiro, reflita aspectos de seu desempenho.

O estudo da formação de preços e sua evolução no tempo, avaliando-se a composição dos custos e o processo de formação das margens de lucro, não será objeto desta monografia. Trataremos aqui apenas da decisão que a empresa toma com relação à utilização das várias fontes de financiamento, abandonando toda a análise de formação de preços e, portanto, da composição detalhada das margens de lucro.

A relação entre a parte teórica e a parte empírica é que a primeira estabelece um quadro de referência, de modo geral válido para os países capitalistas desenvolvidos. Dadas as peculiaridades da economia brasileira, cujo funcionamento está sujeito a múltiplas regulamentações em todos os setores da atividade, financeiro e não financeiro, é razoável esperar-se que esta se afaste do padrão estabelecido na parte teórica deste trabalho. Não pretendemos que haja aderência entre a parte teórica e a realidade brasileira, mas tão somente pesquisar quais as características da economia brasileira e de que maneira estas se afastam do padrão estabelecido para as economias desenvolvidas.

A fonte dos dados constitui-se de duas amostras representativas da população das empresas do Brasil para os anos de 1972 e 1975, sendo que estas amostras são provenientes das declarações do Imposto de Renda Pessoa Jurídica.

A importância destes dados reside no fato de eles permitirem conclusões sobre a população das empresas, enquanto que quase todas as pesquisas nesta área, por explorarem outras fontes de dados, oferecem conclusões que são válidas apenas para uma parcela das empresas, não podendo ser generalizadas por causa da diversidade e da heterogeneidade, características da estrutura produtiva no Brasil.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Ver como exemplo: GLAT, M. *A descapitalização...*; SUZIGAN, W. et alii. *Financiamento de projetos industriais no Brasil*. Rio de Janeiro, IPEA, 1972; e TEIXEIRA JR., W. *Um estudo da política de financiamento das empresas no Brasil na década de 70*. São Paulo, FEA, 1977.

## 2. Revisão Crítica da Literatura

### 2.1 Apresentação do Problema

A descrição sucinta das contas típicas de uma empresa não financeira, através de conceitos contábeis gerais, tornará mais clara a relação entre algumas variáveis, cujo comportamento analisaremos a seguir, e o conjunto das variáveis que indicam o resultado das atividades da empresa. Apresentaremos, também, evidências empíricas destes valores para a Inglaterra e os Estados Unidos.

O balanço patrimonial típico de uma empresa não financeira, em certo instante do tempo, pode ser apresentado, de forma esquemática, através do seguinte quadro:

Quadro 1 — Balanço patrimonial sucinto

ATIVO	PASSIVO
1. Ativos reais	3. Patrimônio líquido
1.1 Estoque de capital fixo	3.1. Capital social
1.2. Estoque de bens finais e intermediários	3.2. Reservas
2. Ativos financeiros	4. Recursos de terceiros
2.1. Disponível	4.1. Empréstimos
2.2. Títulos	4.2. Débitos por compras
2.3. Ações e participações societárias	4.3. Débitos fiscais
2.4. Crédito por vendas	

Observação: Balanço ajustado.

Do lado do ativo, dois grandes grupos de contas podem ser definidos: aquele que agrega os ativos reais vinculados diretamente ao processo de produção, cuja variação é o investimento em capital fixo da empresa, e aquele que agrega os ativos financeiros não vinculados diretamente ao processo de produção. A aplicação de recursos nestes ativos é uma alternativa temporária ao investimento real, no uso dos recursos pela empresa. Esta aplicação caracteriza-se por ser uma transferência de recursos da empresa para outras unidades econômicas, e sua variação pode ser caracterizada como investimento financeiro e/ou acionário.

Do lado do passivo também pode-se definir dois grandes grupos de contas. O patrimônio líquido refere-se ao montante de recursos próprios que a empresa dispõe e os recursos de terceiros indicam aqueles que a empresa recebe de outras unidades econômicas.

Os dados de estoque do quadro 1 para dois períodos podem ser transformados em fluxos; teremos assim o seguinte demonstrativo de usos e fontes de recursos da empresa:

Quadro 2 — Demonstrativo de usos e fontes de recursos

USOS	FONTES
<b>1. Investimento total</b>	<b>3. Poupança ou recursos próprios</b>
1.1. Investimento bruto em capital fixo	3.1. Lucros retidos
1.2. Investimento em estoques	3.2. Depreciação do capital fixo
	3.3. Outros componentes
<b>2. Variação líquida no portfolio</b>	<b>4. Emissão de novas ações</b>
2.1. Disponível	<b>5. Variação no endividamento</b>
2.2. Títulos	5.1. Em empréstimos
2.3. Ações e participações	5.2. Em compras a prazo
2.4. Crédito por vendas	5.3. Em débitos fiscais

Este quadro indica quais as variações que as contas do balanço patrimonial sofreram no tempo. Do lado dos usos pode-se distinguir basicamente entre os investimentos que ampliam o estoque de capital da empresa e os em capital de giro. Dentre as fontes pode-se dividi-las entre os recursos gerados internamente na empresa e os recursos de terceiros.

Em princípio, é razoável supor-se que a divisão do financiamento entre recursos próprios e de terceiros<sup>3</sup> dependa da disponibilidade de recursos de terceiros, do grau de flutuação da taxa de juros, da visão de risco dos administradores, do grau de incerteza associado à demanda pelo produto e das limitações impostas por uma dada estrutura de capital da empresa. Além de todos estes fatores, na determinação da poupança das empresas ou de seus recursos próprios deve ser considerada a sua política de dividendos, pois esta determinará a partição do lucro total entre a parcela retida e a parcela distribuída.

Evidências empíricas sobre os principais usos e fontes de recursos das empresas americanas e inglesas são apresentadas nas tabelas 1 e 2 a seguir. Estas nos indicam que

<sup>3</sup> Estamos incluindo em recursos de terceiros os montantes obtidos através da venda de novas ações, pois, embora sejam recursos que ampliam o patrimônio líquido da empresa, são gerados externamente a ela e, geralmente, transferidos via mercado de capitais, da mesma forma que os outros recursos de terceiros.



Tabela 1 — Principais usos e fontes de fundos da empresa americana no período 1946-75\* (Valores absolutos e relativos)

	US\$ milhões				
	1946	1947	1948	1949	1950
<b>USOS: TOTAL</b>	26.269	34.707	41.932	26.945	53.485
1. Investimento em capital fixo	25.149 (95,7)	21.673 (62,4)	31.049 (74,0)	27.342 (101,5)	34.041 (63,6)
2. Investimento em estoques**	6.379 (24,3)	-462 (-1,3)	4.708 (11,2)	-3.075 (-11,4)	6.789 (12,7)
3. Disponível	2.354 (9,0)	3.396 (9,8)	275 (0,7)	908 (3,4)	1.542 (2,9)
4. Títulos	-5.707 (-21,7)	-360 (-1,0)	790 (1,9)	2.011 (7,5)	3.274 (6,1)
5. Crédito ao consumidor	894 (3,4)	971 (2,8)	909 (2,2)	696 (2,6)	1.270 (2,4)
6. Crédito comercial	2.699 (10,3)	5.170 (14,9)	2.303 (5,5)	-774 (-2,9)	10.251 (19,2)
7. Outros ativos	720 (2,7)	1.258 (3,6)	1.139 (2,7)	1.027 (3,8)	826 (1,5)
8. Discrepância	-6.219 (-23,7)	3.061 (8,8)	759 (1,8)	-1.190 (-4,4)	-4.508 (-8,4)
<b>FONTES: TOTAL</b>	26.269	34.707	41.932	26.945	53.485
1. Lucro retido	8.289 (31,6)	12.372 (35,6)	13.518 (32,3)	9.133 (33,9)	13.642 (25,5)
2. Depreciação do capital fixo	9.022 (34,3)	11.150 (32,1)	13.240 (31,6)	14.774 (54,8)	16.212 (30,3)
3. Outros componentes da poupança***	-4.967 (-18,9)	-5.431 (-15,6)	-1.570 (-3,7)	2.383 (8,8)	-4.418 (-8,3)
4. Emissão de novas ações	1.018 (3,9)	1.093 (3,1)	1.000 (2,4)	1.212 (4,5)	1.288 (2,4)
5. Títulos****	953 (3,6)	2.813 (8,1)	4.300 (10,3)	2.903 (10,8)	1.624 (3,0)
6. Hipotecas	2.336 (8,9)	2.165 (6,2)	2.243 (5,3)	1.530 (5,7)	2.844 (5,3)
7. Empréstimos bancários	4.282 (16,3)	3.684 (10,6)	-162 (-0,4)	-1.917 (-7,1)	4.677 (8,7)
8. Outros empréstimos	43 (0,2)	213 (0,6)	407 (1,0)	209 (0,8)	648 (1,2)
9. Débito comercial	5.982 (22,8)	3.873 (11,2)	3.415 (8,1)	-77 (-0,3)	8.472 (15,8)
10. Outras obrigações*****	-689 (-2,6)	2.775 (8,0)	5.541 (13,2)	-3.205 (-11,9)	8.496 (15,9)

(continua)

Tabela 1 (continuação)

	1951	1952	1953	1954	1955
<b>USOS: TOTAL</b>	47.743	39.610	37.482	39.932	65.089
1. Investimento em capital fixo	32.534 (68,1)	31.503 (79,5)	34.870 (93,0)	34.389 (86,1)	39.029 (60,0)
2. Investimento em estoques**	10.296 (21,6)	3.133 (7,9)	447 (1,2)	-1.543 (-3,9)	5.953 (9,1)
3. Disponível	2.076 (4,3)	334 (0,8)	-243 (-0,6)	2.209 (5,5)	1.246 (1,9)
4. Títulos	1.073 (2,2)	-898 (-2,3)	2.082 (5,6)	-1.436 (-3,6)	4.317 (6,6)
5. Crédito ao consumidor	801 (1,7)	1.164 (2,9)	424 (1,1)	362 (0,9)	819 (1,3)
6. Crédito comercial	3.449 (7,2)	2.976 (7,5)	-843 (-2,2)	3.415 (8,6)	9.644 (14,8)
7. Outros ativos	882 (1,8)	1.245 (3,1)	1.161 (3,1)	1.059 (2,7)	1.222 (1,9)
8. Discrepância	-3.368 (-7,1)	153 (0,4)	-416 (-1,1)	1.477 (3,7)	2.859 (4,4)
<b>FONTES: TOTAL</b>	47.743	39.610	37.482	39.932	65.089
1. Lucro retido	10.098 (21,2)	8.115 (20,5)	8.401 (22,4)	8.168 (20,5)	12.397 (19,0)
2. Depreciação do capital fixo	18.742 (39,3)	20.559 (51,9)	22.630 (60,4)	24.696 (61,8)	27.464 (42,2)
3. Outros componentes da poupança***	-430 (-0,9)	1.778 (4,5)	-205 (-0,5)	621 (1,6)	-666 (-1,0)
4. Emissão de novas ações	2.107 (4,4)	2.320 (5,9)	1.766 (4,7)	1.583 (4,0)	1.719 (2,6)
5. Títulos****	3.295 (6,9)	4.684 (11,8)	3.356 (9,0)	3.479 (8,7)	2.836 (4,4)
6. Hipotecas	2.236 (4,7)	1.909 (4,8)	1.872 (5,0)	2.415 (6,0)	3.720 (5,7)
7. Empréstimos bancários	4.699 (9,8)	1.206 (3,0)	-1.069 (-2,9)	-408 (-1,0)	5.053 (7,8)
8. Outros empréstimos	785 (1,6)	785 (2,0)	316 (0,8)	521 (1,3)	493 (0,8)
9. Débito comercial	1.177 (2,5)	1.361 (3,4)	-208 (-0,6)	4.103 (10,3)	10.261 (15,8)
10. Outras obrigações*****	5.034 (10,5)	-3.107 (-7,8)	623 (1,7)	-5.246 (-13,1)	1.812 (2,8)

(continua)

Tabela 1 (continuação)

	1956	1957	1958	1959	1960
<b>USOS: TOTAL</b>	55.305	55.665	55.628	69.012	61.437
1. Investimento em capital fixo	42.917 (77,6)	46.002 (82,6)	41.758 (75,1)	47.108 (68,3)	48.299 (78,6)
2. Investimento em estoques**	4.695 (8,5)	1.335 (2,4)	-1.491 (-2,7)	5.227 (7,6)	3.759 (6,1)
3. Disponível	-143 (-0,3)	741 (1,3)	2.644 (4,8)	-2.521 (-3,7)	-1.632 (-2,7)
4. Títulos	-4.185 (-7,6)	-491 (-0,9)	1.428 (2,6)	6.273 (9,1)	-3.123 (-5,1)
5. Crédito ao consumidor	671 (1,2)	304 (0,5)	434 (0,8)	1.000 (1,4)	440 (0,7)
6. Crédito comercial	5.764 (10,4)	1.560 (2,8)	6.289 (11,3)	6.185 (9,0)	4.151 (6,8)
7. Outros ativos	2.539 (4,6)	3.266 (5,9)	1.940 (3,5)	2.223 (3,2)	2.492 (4,1)
8. Discrepância	3.047 (5,5)	2.948 (5,3)	2.626 (4,7)	3.517 (5,1)	7.051 (11,5)
<b>FONTES: TOTAL</b>	55.305	55.665	55.628	69.012	61.437
1. Lucro retido	11.595 (21,0)	10.280 (18,5)	7.299 (13,1)	11.448 (16,6)	8.700 (14,2)
2. Depreciação do capital fixo	29.635 (53,6)	32.002 (57,5)	33.514 (60,2)	35.423 (51,3)	37.137 (60,4)
3. Outros componentes da poupança***	-1.475 (-2,7)	-287 (-0,5)	777 (1,4)	525 (0,8)	1.395 (2,3)
4. Emissão de novas ações	2.250 (4,1)	2.441 (4,4)	1.968 (3,5)	2.078 (3,0)	1.365 (2,2)
5. Títulos****	3.615 (6,5)	6.317 (11,3)	5.683 (10,2)	2.955 (4,3)	3.456 (5,6)
6. Hipotecas	2.711 (4,9)	2.319 (4,2)	4.330 (7,8)	5.696 (8,3)	4.351 (7,1)
7. Empréstimos bancários	5.710 (10,3)	1.757 (3,2)	257 (0,5)	4.919 (7,1)	2.816 (4,6)
8. Outros empréstimos	613 (1,1)	1.337 (2,4)	682 (1,2)	1.507 (2,2)	2.815 (4,6)
9. Débito comercial	4.043 (7,3)	2.380 (4,3)	3.732 (6,7)	5.448 (7,9)	3.476 (5,7)
10. Outras obrigações*****	-3.392 (-6,1)	-2.881 (-5,2)	-2.614 (-4,7)	-987 (-1,4)	-4.074 (-6,6)

(continua)

Tabela 1 (continuação)

	1961	1962	1963	1964	1965
<b>USOS: TOTAL</b>	68.597	76.857	85.996	93.038	114.808
1. Investimento em capital fixo	48.674 (71,0)	54.542 (71,0)	58.314 (67,8)	64.328 (69,1)	75.259 (65,6)
2. Investimento em estoques**	2.192 (3,2)	6.505 (8,5)	5.963 (6,9)	5.798 (6,2)	9.519 (8,3)
3. Disponível	3.183 (4,6)	3.670 (4,8)	3.513 (4,1)	74 (0,1)	411 (0,4)
4. Títulos	67 (0,1)	154 (0,2)	1.082 (1,3)	1.291 (1,4)	2.301 (2,0)
5. Crédito ao consumidor	266 (0,4)	1.349 (1,8)	1.320 (1,5)	1.508 (1,6)	1.573 (1,4)
6. Crédito comercial	7.776 (11,3)	4.389 (5,7)	6.369 (7,4)	8.410 (9,0)	13.189 (11,5)
7. Outros ativos	2.408 (3,5)	2.251 (2,9)	2.490 (2,9)	3.196 (3,4)	3.851 (3,4)
8. Discrepância	4.031 (5,9)	3.997 (5,2)	6.945 (8,1)	8.433 (9,1)	8.705 (7,6)
<b>FONTES: TOTAL</b>	68.597	76.857	85.996	93.038	114.808
1. Lucro retido	8.007 (11,7)	10.326 (13,4)	11.428 (13,3)	15.358 (16,5)	19.974 (17,4)
2. Depreciação do capital fixo	38.598 (56,3)	42.515 (55,3)	44.668 (51,9)	47.108 (50,6)	50.444 (43,9)
3. Outros componentes da poupança***	1.363 (2,0)	1.638 (2,1)	1.469 (1,7)	1.260 (1,4)	-100 (-0,1)
4. Emissão de novas ações	2.121 (3,1)	369 (0,5)	-341 (-0,4)	1.145 (1,2)	-28 (0,0)
5. Títulos****	4.640 (6,8)	4.550 (5,9)	3.913 (4,6)	3.994 (4,3)	5.392 (4,7)
6. Hipotecas	6.594 (9,6)	8.127 (10,6)	9.101 (10,6)	9.430 (10,1)	9.183 (8,0)
7. Empréstimos bancários	1.301 (1,9)	4.026 (5,2)	4.986 (5,8)	5.803 (6,2)	12.209 (10,6)
8. Outros empréstimos	1.004 (1,5)	944 (1,2)	1.701 (2,0)	2.730 (2,9)	2.619 (2,3)
9. Débito comercial	4.470 (6,5)	3.670 (4,8)	6.842 (8,0)	6.188 (6,7)	11.895 (10,4)
10. Outras obrigações*****	499 (0,7)	692 (0,9)	2.229 (2,6)	22 (0,0)	3.220 (2,8)

(continua)

Tabela 1 (continuação)

	1966	1967	1968	1969	1970
<b>USOS: TOTAL</b>	119.835	115.689	140.191	147.875	134.039
1. Investimento em capital fixo	83.659 (69,8)	83.895 (72,5)	92.836 (66,2)	103.286 (69,8)	103.691 (77,4)
2. Investimento em estoques**	14.320 (11,9)	10.099 (8,7)	9.035 (6,4)	9.416 (6,4)	4.104 (3,1)
3. Disponível	-682 (-0,6)	2.632 (2,3)	2.914 (2,1)	691 (0,5)	1.052 (0,8)
4. Títulos	-2.979 (-2,5)	2.231 (1,9)	5.246 (3,7)	1.755 (1,2)	1.335 (1,0)
5. Crédito ao consumidor	916 (0,8)	609 (0,5)	594 (0,4)	906 (0,6)	1.058 (0,8)
6. Crédito comercial	11.987 (10,0)	8.237 (7,1)	18.407 (13,1)	22.549 (15,2)	8.513 (6,4)
7. Outros ativos	4.287 (3,6)	4.121 (3,6)	3.051 (2,2)	4.067 (2,8)	5.264 (3,9)
8. Discrepância	8.327 (6,9)	3.865 (3,3)	8.108 (5,8)	5.205 (3,5)	9.022 (6,7)
<b>FONTES: TOTAL</b>	119.835	115.689	140.191	147.875	134.039
1. Lucro retido	21.884 (18,3)	18.778 (16,2)	17.512 (12,5)	14.423 (9,8)	7.967 (5,9)
2. Depreciação do capital fixo	54.259 (45,3)	58.590 (50,6)	63.797 (45,5)	70.200 (47,5)	75.183 (56,1)
3. Outros componentes da poupança***	-652 (-0,5)	-170 (-0,1)	-1.626 (-1,2)	-3.743 (-2,5)	-3.503 (-2,6)
4. Emissão de novas ações	1.259 (1,1)	2.397 (2,1)	-159 (-0,1)	3.406 (2,3)	5.694 (4,2)
5. Títulos****	10.224 (8,5)	14.658 (12,7)	12.893 (9,2)	11.975 (8,1)	19.756 (14,7)
6. Hipotecas	9.091 (7,6)	9.088 (7,9)	11.535 (8,2)	11.083 (7,5)	13.283 (9,9)
7. Empréstimos bancários	10.563 (8,8)	7.720 (6,7)	11.259 (8,0)	14.490 (9,8)	5.777 (4,3)
8. Outros empréstimos	3.369 (2,8)	2.723 (2,4)	4.470 (3,2)	7.992 (5,4)	4.924 (3,7)
9. Débito comercial	8.855 (7,4)	6.891 (6,0)	16.267 (11,6)	21.248 (14,4)	8.026 (6,0)
10. Outras obrigações*****	983 (0,8)	-4.986 (-4,3)	4.243 (3,0)	-3.199 (-2,2)	-3.068 (-2,3)

(continua)

Tabela 1 (continuação)

	1971	1972	1973	1974	1975
<b>USOS: TOTAL</b>	163.642	193.787	227.788	218.098	180.574
1. Investimento em capital fixo	111.856 (68,4)	128.050 (66,1)	146.863 (64,5)	149.876 (68,7)	140.939 (78,1)
2. Investimento em estoques**	7.071 (4,3)	10.354 (5,3)	21.075 (9,3)	17.164 (7,9)	-13.293 (-7,4)
3. Disponível	1.691 (1,0)	1.680 (0,9)	573 (0,3)	-2.410 (-1,1)	2.896 (1,6)
4. Títulos	6.181 (3,8)	7.599 (3,9)	6.286 (2,8)	4.639 (2,1)	14.967 (8,3)
5. Crédito ao consumidor	783 (0,5)	1.322 (0,7)	1.668 (0,7)	1.378 (0,6)	1.304 (0,7)
6. Crédito comercial	14.747 (9,0)	21.489 (11,1)	25.255 (11,1)	22.967 (10,5)	7.943 (4,4)
7. Outros ativos	7.396 (4,5)	6.849 (3,5)	9.920 (4,4)	11.383 (5,2)	11.319 (6,3)
8. Discrepância	13.917 (8,5)	16.444 (8,5)	16.148 (7,1)	13.101 (6,0)	14.499 (8,0)
<b>FONTES: TOTAL</b>	163.642	193.787	227.788	218.098	180.574
1. Lucro retido	13.304 (8,1)	20.682 (10,7)	29.176 (12,8)	29.372 (13,5)	26.702 (14,8)
2. Depreciação do capital fixo	80.640 (49,3)	87.794 (45,3)	96.126 (42,2)	107.974 (49,5)	119.569 (66,2)
3. Outros componentes da poupança***	-3.175 (-1,9)	-4.691 (-2,4)	-14.923 (-6,6)	-28.949 (-13,3)	-7.554 (-4,2)
4. Emissão de novas ações	11.435 (7,0)	10.922 (5,6)	7.883 (3,5)	4.097 (1,9)	9.908 (5,5)
5. Títulos****	18.893 (11,5)	12.735 (6,6)	10.955 (4,8)	21.318 (9,8)	29.804 (16,5)
6. Hipotecas	22.058 (13,5)	32.301 (16,7)	32.787 (14,4)	25.195 (11,6)	16.375 (9,1)
7. Empréstimos bancários	5.829 (3,6)	16.120 (8,3)	33.813 (14,8)	30.665 (14,1)	-12.997 (-7,2)
8. Outros empréstimos	2.960 (1,8)	5.629 (2,9)	9.397 (4,1)	16.475 (7,6)	4.558 (2,5)
9. Débito comercial	10.604 (6,5)	15.068 (7,8)	21.957 (9,6)	19.252 (8,8)	4.836 (2,7)
10. Outras obrigações*****	1.094 (0,7)	-2.773 (-1,4)	617 (0,3)	-7.301 (-3,3)	-10.627 (-5,9)

\* São consideradas todas as empresas não financeiras.

\*\* Para as sociedades anônimas não agrícolas está incluído a partir de 1968 o item *Mineral rights from US government*.

\*\*\* Para as sociedades anônimas não agrícolas este item é a soma dos ajustes derivados da atualização do valor dos estoques com os lucros das filiais no exterior.

\*\*\*\* Consiste nos títulos de dívida de empresas privadas americanas e externas (privadas, governamentais e agências internacionais) existentes nos Estados Unidos.

\*\*\*\*\* Para as sociedades anônimas não agrícolas este item é composto pelos impostos a pagar e obrigações diversas. Para as empresas agrícolas e as que não são sociedades anônimas este item é composto pelo investimento líquido do proprietário.

Fonte: FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Flow of funds accounts 1946-1975*; annual total flows and year-end assets and liabilities, Washington, 1976.

Tabela 2 – Principais usos e fontes de fundos da empresa inglesa

£ milhões

Discriminação	1963		1964		1965		1966		1967		1968		1969		1970	
		%		%		%		%		%		%		%		%
<b>USOS</b>																
1 – Investimentos em capital fixo	1.827	49,2	2.247	49,9	2.389	54,2	2.379	63,7	2.294	56,3	2.522	50,7	2.836	53,2	3.197	57,9
2 – Investimento em estoque	358	9,6	809	18,0	614	13,9	442	11,8	227	5,6	676	13,6	1.052	19,7	1.126	20,4
3 – Outros investimentos	510	13,7	769	17,1	840	19,1	610	16,3	800	19,6	1.015	20,4	1.333	25,0	648	11,7
4 – Disponível	309	8,3	108	2,4	185	4,2	9	0,2	384	9,4	467	9,4	-119	-2,2	385	7,0
5 – Aplicações financeiras	94	2,5	-31	-0,7	-178	-4,0	-115	-3,1	72	1,8	-65	-1,3	-68	-1,3	-126	-2,3
6 – Outras aplicações financeiras	86	2,3	86	1,9	42	0,9	30	0,8	55	1,4	-86	-1,7	-33	-0,6	52	0,9
7 – Transações financeiras não identificadas	531	14,3	511	11,4	512	11,6	377	10,1	242	5,9	448	9,0	326	6,1	244	4,4
<b>Total de Usos</b>	<b>3.715</b>	<b>100,0</b>	<b>4.499</b>	<b>100,0</b>	<b>4.404</b>	<b>100,0</b>	<b>3.732</b>	<b>100,0</b>	<b>4.074</b>	<b>100,0</b>	<b>4.977</b>	<b>100,0</b>	<b>5.327</b>	<b>100,0</b>	<b>5.526</b>	<b>100,0</b>
<b>FONTES</b>																
1 – Poupança	2.551	68,7	3.013	67,0	3.049	69,2	2.693	72,2	2.641	64,8	2.956	59,4	2.953	55,4	2.703	48,9
2 – Transferência de capital	9	0,2	13	0,3	16	0,4	21	0,6	232	5,7	427	8,6	570	10,7	486	8,8
3 – Emissões de ações	335	9,0	413	9,2	408	9,3	575	15,4	415	10,2	482	9,7	512	9,6	193	3,5
4 – Empréstimos bancários e outros	657	17,7	940	20,9	736	16,7	276	7,4	468	11,5	747	15,0	875	16,4	1.476	26,7
5 – Crédito e outras transações com o exterior	163	4,4	120	2,7	195	4,4	167	4,5	318	7,8	365	7,3	417	7,8	668	12,1
<b>Total de Fontes</b>	<b>3.715</b>	<b>100,0</b>	<b>4.499</b>	<b>100,0</b>	<b>4.404</b>	<b>100,0</b>	<b>3.732</b>	<b>100,0</b>	<b>4.074</b>	<b>100,0</b>	<b>4.977</b>	<b>100,0</b>	<b>5.327</b>	<b>100,0</b>	<b>5.526</b>	<b>100,0</b>

Fonte: BANK OF ENGLAND. An introduction to flow of funds accounting, 1952-70 [London] 1972.

há regularidade, para uma série de anos, na divisão das fontes de financiamento das empresas entre recursos próprios e de terceiros, mostrando o papel preponderante que os recursos próprios têm no financiamento das despesas com investimento em capital fixo. Para o período de 1946 a 1975, as empresas americanas financiaram 88,5% de seus investimentos em capital fixo com seus recursos próprios, enquanto que para a Inglaterra, no período de 1963 a 1970, a mesma relação é de 116,9%.

Dado o importante papel desempenhado pelos recursos próprios como fonte de financiamento nestas economias capitalistas desenvolvidas — e uma vez que o montante do lucro total gerado pela empresa num período é dividido em duas parcelas, a retida para fins de autofinanciamento e a distribuída aos acionistas — procuramos verificar quais são os fatores determinantes, tanto da política de retenção de lucros seguida pela empresa como de sua política de distribuição de dividendos, segundo o pensamento de alguns autores. Com a finalidade de especificar os fatores determinantes da divisão das fontes de financiamento entre internas e externas, procuramos analisar as hipóteses admitidas por quatro autores quanto à associação das decisões de utilização da forma de financiamento em relação às decisões de preço, produção, características de mercado e outras.

## 2.2 A Política de Dividendos

A importância do estudo da política de dividendos seguida pela empresa deriva do fato de seu padrão — isto é, o quanto de dividendos por ação é distribuído por unidade de tempo — determinar a parcela do lucro total que permanecerá como recurso à disposição da empresa. Adicionalmente, este tópico, ao analisar o padrão de comportamento do acionista e o tipo de organização do mercado de ações, indicará em linhas gerais o comportamento que a empresa observa em outros países capitalistas, principalmente na Inglaterra e nos Estados Unidos, para que a cotação de suas ações no mercado seja estável, de forma a viabilizar futuras emissões e permitir a utilização desta fonte de fundos.

O montante de lucro distribuído depende do padrão de distribuição de dividendos que a empresa adota. É razoável supor-se que este dependa do desempenho do mercado de ações, do padrão de comportamento dos acionistas, do tipo de relação existente entre os administradores e os acionistas e das formas alternativas de financiamento à disposição da empresa. Com a finalidade de determinar o quanto este padrão obsta a utilização do lucro para fins de autofinanciamento, analisaremos o tratamento dado por alguns autores ao assunto.

Segundo Modigliani e Miller, é a política de investimento da empresa que determina a valorização de suas ações, e não o *quantum* de dividendos distribuídos. Pois, segundo eles, "já que se supõe esteja a administração defendendo os interesses dos acionistas da melhor forma possível, os lucros retidos podem ser vistos como equivalentes à subscrição total de ações ordinárias decorrente do exercício de direitos de



subscrição. Assim, para os propósitos presentes, a divisão dos fluxos entre pagamentos de dividendos e lucros retidos é um mero detalhe".<sup>4</sup>

Para o acionista é indiferente, segundo estes autores, se o lucro será retido para financiar novos projetos de investimento ou distribuído na forma de dividendos, desde que no primeiro caso o retorno do investimento em que se aplique o lucro retido seja equivalente à melhor aplicação alternativa destes fundos no mercado de capitais, determinante da valorização de suas ações.

Este argumento fica reforçado pela suposição dos autores de que cada acionista pode decidir pela modificação da liquidez de sua parcela de capital da empresa determinando, assim, o seu padrão de dividendos, isto é, a sua renda de capital, através de transações no mercado de ações, sem incorrer em perdas de capital ou custos de transação substanciais, pois eles supõem que estes custos não existem.<sup>5</sup>

Conclui-se, portanto, que a empresa não se defronta com a obrigação de distribuir parcela de seus lucros aos acionistas, podendo utilizar-se de todos estes fundos para autofinanciamento, desde que os aplique a uma taxa de retorno comparável à melhor alternativa de retorno do mercado. Sendo assim, a não distribuição de dividendos não implica dificuldade na colocação de novas ações no mercado, pois esta depende apenas do valor atual dos retornos futuros do projeto.

Toda a argumentação desenvolvida por Modigliani e Miller baseia-se na suposição de que os fluxos de renda presente e futuro são perfeitamente comparáveis, através de taxas de desconto apropriadamente determinadas, de forma que para o acionista é indiferente em que período de tempo ele receberá a renda de suas ações. Mas na medida em que se adote a suposição mais realista de que a incerteza com relação ao futuro pode determinar uma assimetria entre a visão de futuro dos administradores e a dos acionistas, estes podem não ser indiferentes ao recebimento da renda de suas ações hoje ou no futuro, devidamente capitalizada. Assim, o recebimento de dividendos representa uma forma de minimizar os riscos e maximizar os retornos da manutenção de uma carteira de ações.

Vamos analisar o pensamento de Linter (1956) sobre a política de distribuição de dividendos. O autor realizou estudo empírico baseado nas decisões de distribuição de dividendos de 28 empresas durante sete anos, para verificar qual é o seu padrão de regularidade. A sua conclusão é que "na maioria, estes padrões têm a forma de uma política formal ou, de uma maneira mais clara, os dividendos devem ser ajustados por alguma fração da diferença entre o pagamento do último período e a taxa que seria indicada pela aplicação do *target pay-out ratio* aos lucros correntes ou uma política

<sup>4</sup> Os propósitos presentes dos autores (Modigliani e Miller) são a verificação da taxa de capitalização quando os fluxos são incertos. Posteriormente, eles indicam que este fluxo é o fluxo de lucros e não de dividendos, pela razão exposta na frase acima.

<sup>5</sup> Conforme MODIGLIANI, F. & MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Princeton, 49 (4): 655-69, Sept. 1959.

que faça o pleno ajustamento mais regularmente em algum período determinado de anos".<sup>6</sup>

Assim, verifica-se que a estabilidade do fluxo de rendimentos das ações é uma das metas com que a empresa se defronta, não podendo, portanto, distribuir dividendos baseada nas mudanças correntes de lucros, pois se assim o fizer transmitirá as flutuações dos lucros aos dividendos, elevando-os quando os lucros correntes sobem e baixando-os quando caem.

Portanto, concluímos que quando a empresa determina os lucros a distribuir leva em consideração esta necessidade de manter estável a renda das ações gerada pelo pagamento de dividendos e não o rendimento futuro do investimento realizado com base nestes recursos.

Não há comparação pela empresa entre investir hoje o total do lucro e, dependendo de sua rentabilidade, gerar dividendos crescentes no futuro, porque pelo menos uma parcela do lucro corrente terá que ser distribuída aos acionistas.<sup>7</sup>

Analisaremos agora as razões que levam o acionista a preferir um padrão de dividendos estável. Uma explicação mais detalhada deste comportamento encontra-se em Wood (1975), ao concluir que os custos de transação, a incidência de impostos, a possibilidade de a empresa vir a investir em projetos de menor rentabilidade que a de mercado e a volatilidade na formação do preço da ação podem ser razões determinantes para que o acionista prefira um padrão de dividendos estável que minimize os custos de manutenção de uma carteira desejada de ações e a incerteza sobre o fluxo de renda que esta lhe trará. Na determinação da proporção do lucro total que será distri-

---

<sup>6</sup> Em outra subseção, o autor formaliza este mesmo pensamento e diz que as decisões sobre dividendos podem ser explicadas através da seguinte equação, que indica a trajetória do ajustamento:

$$\Delta D_{it} = a + c_i (D_{it}^* - D_{i(t-1)})$$

onde:

$\Delta D_{it}$  = mudança nos pagamentos de dividendos.

$a$  = constante, normalmente maior que zero, refletindo o fato que existe maior relutância em reduzir do que em aumentar os dividendos.

$D_{it}^* = rP_{it}$  representa o montante de dividendos que a empresa desejaria pagar se se baseasse no produto dos lucros correntes ( $P_{it}$ ) por " $r$ " que é o *target pay-out ratio*.

$r$  = *target pay-out ratio* é a proporção dos lucros que a empresa pretende distribuir no longo prazo.

$D_{i(t-1)}$  = *quantum* de dividendos pagos no período passado.

$c_i$  = coeficiente de ajustamento.

<sup>7</sup> Se a distribuição ocorrer de acordo com o padrão especificado por Linter, isto implicará que os dividendos estarão sempre defasados com relação aos lucros, proporcionando nos períodos de lucros crescentes a ampliação dos lucros retidos, o que aumenta a disponibilidade de fundos gerados internamente.

buído como dividendo no longo prazo entram outros fatores, que são a preferência dos acionistas pela liquidez e seu grau de aversão ao risco.<sup>8</sup>

O acionista que prefere um padrão de dividendos estável aos retornos advindos dos possíveis ganhos de capital — isto é, valorização das ações devido ao retorno esperado do investimento — pode ser caracterizado como um acionista de longo prazo, pois as imperfeições no mercado de ações, tais como custo de transação e de informação, fazem com que, no momento em que se deseja liquidez, comprar e vender ações seja uma atividade mais custosa que esperar a renda destas ações.<sup>9</sup>

Estas evidências quanto ao comportamento dos acionistas reforçam a conclusão de Linter de que é importante para a empresa manter um padrão de dividendos estável,<sup>10</sup> pois como a venda de novas ações é uma fonte de fundos alternativa, a empresa age no sentido de respeitar as características do mercado e de seus acionistas, já que isto se refletirá na estabilidade das cotações de suas ações.<sup>11</sup>

A tabela 3 indica, para um período muito longo, que a parcela distribuída como dividendo, nos Estados Unidos, representa uma proporção razoável dos lucros totais gerados no período. Este valor é em média, para o período, 49% do lucro líquido. Os dados apresentados nos mostram que de fato as empresas distribuem uma parcela considerável de seus lucros em forma de dividendo e nos conduz ao julgamento de que os autores que indicam ser a distribuição de dividendos uma obrigação com a qual a empresa se defronta estão mais corretos. Sendo assim, podemos concluir que a necessidade de distribuir dividendos é uma restrição quanto à utilização dos lucros totais gerados no período para autofinanciamento.

Mas conforme nos indica a tabela 1, a empresa americana, no caso, conta com uma fonte de autofinanciamento de peso significativo — as reservas para depreciação — que representam em média, para o período analisado, 49% do total de suas fontes de financiamento. Dado que este montante de depreciação irá compor sua poupança ou seus recursos próprios, é possível estabelecer-se que a empresa possa agir com mais flexibilidade na fixação da parcela de seus lucros a serem distribuídos aos acionistas

---

<sup>8</sup> Adicionalmente, podemos citar as conclusões de Yosef e Kolodny que reforçam esta posição. As conclusões de sua pesquisa empírica os levam à seguinte afirmação: "Em particular, os resultados reforçam a posição dos que afirmam que os investidores têm uma preferência líquida por receber seu retorno em forma de dividendos em vez de recebê-los em forma de ganhos de capital. Consequentemente, eles estão dispostos a fixar-se em um retorno menor, mantendo o risco constante, concedido em forma de dividendos ao retorno que poderia de outro modo ser obtido através de ganhos de capital."

<sup>9</sup> Em seus estudos empíricos, Nerlove supõe que o prazo médio de retenção de ação é alto nos Estados Unidos (na média, este período é de cinco anos ou mais). O grau de organização do mercado de ações deve influir nas características dos acionistas e seu padrão de comportamento, pois quando a sua organização é incipiente (no sentido de haver uma estrutura de oferta e demanda instáveis) é mais provável que o especulador seja o demandante típico, pois a possibilidade de maximizar o retorno através da compra e venda de ações é maior do que com a renda de dividendos.

<sup>10</sup> Para impedir que as amplas variações cíclicas nos lucros se transmitam aos dividendos, é razoável supor-se que a empresa escolha uma proporção baixa de seus lucros totais médios para serem distribuídos.

<sup>11</sup> A possibilidade de captação de fundos através da colocação de novas ações, quando a empresa julgar necessário, é fator relevante mesmo que as evidências empíricas mostrem que esta fonte de fundos não é a mais importante para a empresa.

Tabela 3 — Indicadores da distribuição de resultados na economia americana\*

ANO	$\frac{\text{LUCRO RETIDO}}{\text{LUCRO LÍQUIDO}^{**}}$	$\frac{\text{DIVIDENDOS}}{\text{LUCRO LÍQUIDO}}$	ANO	$\frac{\text{LUCRO RETIDO}}{\text{LUCRO LÍQUIDO}^{**}}$	$\frac{\text{DIVIDENDOS}}{\text{LUCRO LÍQUIDO}}$
1946	0,62	0,38	1961	0,41	0,59
1947	0,68	0,32	1962	0,45	0,55
1948	0,68	0,32	1963	0,45	0,55
1949	0,59	0,41	1964	0,50	0,50
1950	0,63	0,37	1965	0,54	0,46
1951	0,57	0,43	1966	0,55	0,45
1952	0,51	0,49	1967	0,50	0,50
1953	0,52	0,48	1968	0,46	0,54
1954	0,50	0,50	1969	0,41	0,59
1955	0,57	0,43	1970	0,29	0,71
1956	0,54	0,46	1971	0,40	0,60
1957	0,50	0,50	1972	0,49	0,51
1958	0,42	0,58	1973	0,55	0,45
1959	0,52	0,48	1974	0,49	0,51
1960	0,43	0,57	1975	0,48	0,52

\* Estamos considerando apenas as empresas não financeiras e que são sociedades anônimas, exclusive as sociedades anônimas do setor agrícola. Estas empresas são responsáveis por 72,5%, em média, do total do investimento em capital fixo, no período analisado.

\*\* O lucro líquido é considerado deduzindo-se os impostos devidos, pagos ou não no exercício.  
 Fonte: FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Flow of funds accounts 1946-1975* . . .

— e, assim, estabilizar o preço de suas ações no mercado de capitais. Quando a empresa não possui montantes de depreciação tão elevados, é possível esperar-se que ela procure diminuir a parcela distribuída como dividendo, para ampliar o lucro retido e conseqüentemente sua poupança.

### 2.3 A Determinação da Poupança da Empresa

Nesta seção, discutiremos o papel que a poupança da empresa desempenha dentre as várias fontes de financiamento a que ela pode recorrer. A questão a ser investigada, através da análise do pensamento de alguns autores, é se o autofinanciamento é condição necessária para que a empresa possa manter os níveis planejados de despesas com investimento ou se estes são independentes da sua capacidade de autofinanciamento de tal forma que a empresa, ao ficar na dependência irrestrita do mercado de capitais para a obtenção de recursos, possa manter estes mesmos níveis planejados de investimento.

Modigliani e Miller afirmam que a empresa toma a decisão de implementar um projeto de expansão desde que este tenha uma determinada taxa de retorno comparável ao retorno alternativo de uma aplicação no mercado de capitais, sendo para ela indiferente a forma de financiamento deste investimento. A empresa pode utilizar

parcela de seu lucro para autofinanciamento, desde que fique garantida a valorização, no mercado, de suas ações. Logo, é o valor presente dos retornos esperados do projeto que comanda as decisões de investimento, sendo o financiamento do projeto sempre possível desde que o retorno esperado deste seja maior que a taxa de juros no mercado de capitais.

A posição destes autores é reforçada pela de Turnovsky, que ao realizar estudo econométrico sobre padrões de alocação dos lucros, para os Estados Unidos, conclui que: "O fato do investimento não ser significativo nem nas equações de dividendo e nem nas equações de lucro retido sugere que os fundos para investimento não são muito importantes na determinação do montante de lucro retido pela empresa".<sup>12</sup> A restrição que fazemos às conclusões do autor é que elas são parciais, pois como este não analisa a estrutura do mercado de capitais e a possibilidade deste suprir a empresa dos fundos necessários para o financiamento do investimento, isto nos indica que faltam outras variáveis relevantes para a determinação do processo de alocação de lucros pela empresa.

Logo, podemos concluir que para os autores citados anteriormente os recursos próprios da empresa ou sua capacidade de autofinanciamento não possibilitam a ela adotar uma política de crescimento que seja diferente da que ela escolheria se utilizasse exclusivamente recursos oriundos do mercado de capitais.

Linter, em trabalho já anteriormente citado, assume posição mais correta, em nossa opinião, pois determina a mecânica da política de dividendos dentro de um contexto mais geral, analisando as fontes de fundos à disposição da empresa e a possibilidade de autofinanciamento. Afirma o autor que: "Flutuações notáveis nas exigências de capital de giro e de despesas com investimento são em consequência 'automaticamente' supridas por esta forma de comportamento conservador na distribuição de dividendos, pelo menos em uma extensão bastante considerável. Este fato, junto com a notável dependência dos orçamentos de capital com relação à disponibilidade interna de fundos (mesmo quando fundos externos são usados), mostrado em todos os estudos sobre este assunto, ajuda a explicar o parecer que as exigências de investimento, como tal, geralmente tenham efeito direto relativamente pequeno na modificação do padrão de comportamento dos dividendos, exceto num número limitado de situações especiais bem dispersas nos anos estudados."<sup>13</sup> A determinação dos dividendos é questão prioritária para a empresa, sendo consequência desta a disponibilidade de fundos para autofinanciamento.

Logo, Linter indica que um padrão de dividendos conservador permite à empresa uma certa capacidade de autofinanciamento, cujo *quantum* é estabelecido após determinado o montante de dividendos, pois admite a dependência das despesas com investimento em relação à disponibilidade interna de fundos. Mas falta ao autor analisar as condições nas quais a empresa pode se utilizar de recursos externos, numa situação em que os fundos internos sejam insuficientes.

---

<sup>12</sup> TURNOVSKY, S. The allocation of corporate profits, between dividends and retained earnings. *The Review of Economics and Statistics*, Cambridge, 49 (4): 583-89, Nov. 1967.

<sup>13</sup> LINTER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *The American Economic Review*, Princeton, 46 (2): 97-113 May 1956.

Ao analisarmos mais profundamente a possibilidade de a empresa utilizar-se apenas dos recursos ofertados pelo mercado de capitais para se financiar, concluímos que esta só se verificará se as seguintes condições forem satisfeitas:

- a. as características do mercado financeiro são tais que a empresa sempre se defronta com uma oferta de fundos infinitamente elástica;
- b. as características do mercado de ações e dos acionistas são de forma a possibilitar sempre a captação de recursos através de colocação adicional de ações;
- c. existe perfeita simetria na avaliação dos retornos esperados do projeto de investimento entre aqueles que emprestam os fundos e os que os demandam;
- d. a estrutura de capital da empresa não impõe restrições à possibilidade de utilização das várias fontes de fundos.

É difícil aceitar-se como realista a ocorrência destas quatro condições para toda e qualquer empresa, independente do seu porte relativo e do setor em que se situa. As evidências empíricas para os Estados Unidos e a Inglaterra, apresentadas nas tabelas 1 e 2, indicam que a utilização das várias fontes de fundos possui um padrão de regularidade, no período analisado, o que pode sugerir que nem sempre as quatro condições acima foram satisfeitas, o que conduziu as empresas a se financiarem, em boa medida, com seus recursos próprios.

A tabela 4 nos indica qual a participação dos vários componentes de recursos próprios e a capacidade potencial que a poupança tem em financiar as despesas com investimento. A análise da tabela nos mostra a elevada capacidade que a poupança tem em financiar as despesas com investimento em capital fixo, sendo em média, para o período, de 90%, o que nos indica o peso desta fonte de financiamento e sugere que o investimento em capital fixo da empresa americana se efetivou com bastante independência dos recursos oriundos do mercado de capitais, qualquer que seja a evolução do peso destes dentro da empresa. A composição dos recursos próprios sofreu modificações no período, decrescendo o peso do lucro retido e aumentando o peso das depreciações, o que é razoável esperar-se, pois, devido à amplitude da série em análise, o crescimento do estoque de capital físico é substancial no período, e sendo a depreciação uma proporção do montante de capital, na medida em que este se ampliou, cresceu também a depreciação como fonte de recursos próprios.

Se os recursos próprios permitem à empresa financiar total ou em boa parte suas despesas com investimento, em fases em que o crédito está limitado ou há qualquer outra restrição quanto às outras fontes de financiamento, de forma que ela possa manter seus níveis planejados de crescimento, é necessário pesquisar se existem condições específicas através das quais ela possa ampliar os recursos gerados internamente e utilizá-los para autofinanciamento.

A depreciação como componente da poupança da empresa pode ser considerada como uma proporção fixa do estoque de capital da empresa, sendo portanto uma fonte de fundos que depende da intensidade de capital da empresa e da composição de seu ativo fixo operacional.<sup>14</sup> Uma vez que a empresa tenha adotado determinadas decisões

<sup>14</sup> A análise da composição do ativo fixo operacional indicará quais são os diversos itens que o compõe e, dada a vida útil de cada um, teremos o montante da provisão para depreciação.

Tabela 4 — Indicadores de geração e utilização de recursos próprios na economia americana\*

ANO	LUCRO RETIDO	DEPRECIAÇÃO	OUTROS	POUPANÇA
	POUPANÇA	POUPANÇA	COMPONENTES** POUPANÇA	INVESTIMENTOS EM CAPITAL FIXO
1946	1,05	0,58	- 0,63	0,39
1947	0,98	0,45	- 0,43	0,90
1948	0,72	0,37	- 0,08	0,91
1949	0,47	0,40	0,12	1,01
1950	0,76	0,48	- 0,25	0,71
1951	0,51	0,51	- 0,02	0,84
1952	0,39	0,53	0,08	0,96
1953	0,40	0,61	- 0,01	0,86
1954	0,35	0,62	0,03	0,96
1955	0,43	0,59	- 0,02	1,03
1956	0,41	0,64	- 0,05	0,89
1957	0,34	0,67	- 0,01	0,88
1958	0,25	0,73	0,03	0,98
1959	0,33	0,66	0,01	1,05
1960	0,25	0,71	0,04	0,98
1961	0,23	0,73	0,04	1,01
1962	0,25	0,71	0,04	1,07
1963	0,26	0,71	0,03	1,10
1964	0,31	0,67	0,03	1,10
1965	0,36	0,65	- 0,01	1,03
1966	0,36	0,65	- 0,01	0,95
1967	0,31	0,70	- 0,02	0,96
1968	0,28	0,74	- 0,03	0,90
1969	0,23	0,83	- 0,06	0,80
1970	0,14	0,92	- 0,06	0,77
1971	0,20	0,85	- 0,05	0,84
1972	0,25	0,80	0,06	0,87
1973	0,34	0,83	- 0,18	0,78
1974	0,38	0,99	- 0,37	0,67
1975	0,26	0,81	- 0,07	0,93

\* Estamos considerando apenas as empresas não financeiras e que são sociedades anônimas, excluindo as sociedades anônimas do setor agrícola. Estas empresas são responsáveis por 72,5%, em média, do total do investimento em capital fixo, no período analisado.

\*\* "Outros componentes" constitui-se da soma dos lucros das filiais no exterior e os ajustes derivados da atualização do valor dos estoques.

Fonte: FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Flow of funds accounts 1946-1975*...



sobre com qual intensidade de capital irá operar e que composição terá o seu ativo operacional, o fluxo de depreciação anual será um dado para ela. Por estas razões vamos nos limitar a verificar mais detidamente apenas o papel do lucro retido na composição da poupança da empresa e a sua determinação diferencial entre grupos de empresas.<sup>15</sup>

Uma análise das características básicas das empresas indica-nos que:<sup>16</sup>

- a. No mercado financeiro a empresa se defronta com uma taxa de juros dada. Mesmo que haja discriminações entre empresas, de forma que as grandes obtenham fundos a custo mais baixo que as pequenas, deve-se supor que dada uma taxa de juros, a concorrência entre as empresas grandes faz com que nenhuma delas tenha condições de alterar o preço do dinheiro. Logo, mesmo que a empresa seja grande no mercado de seu produto, dificilmente o será, com a mesma intensidade, no mercado financeiro.
- b. A empresa não exerce nenhum poder monopsonico no mercado de fatores, excetuando talvez aqueles cuja utilização seja específica por um determinado setor. Assim, mesmo que a empresa seja grande no mercado de seu produto, ela normalmente adquirirá insumos em condições competitivas.
- c. É no mercado de seu produto que a empresa pode possuir algum poder de fixar preço. Este dependerá do grau de concorrência dentro do setor em que a empresa atua.

Se a empresa esbarra com restrições ou preços dados nos mercados de capitais e de fatores, é razoável supor-se que ela atue onde possua algum grau de liberdade, praticando uma política de preços de seu produto que permita gerar fundos internos a serem utilizados para autofinanciamento. Este procedimento permitirá à empresa ter uma capacidade financeira que fará com que suas despesas de capital independam, pelo menos parcialmente e em boa medida, do mercado de capitais.

Esta possibilidade, com a qual a empresa conta, de praticar uma política de preços de seu produto que a permita ampliar o volume de lucros, e conseqüentemente o volume de recursos para autofinanciamento, deve estar sujeita a amplas variações, dependendo do setor de atividade em que se encontre a empresa, do seu tamanho e do seu poder de mercado. Pois se uma grande empresa num mercado oligopólico possui algum poder de fixar o preço de seu produto, o mesmo não acontece com uma pequena empresa de um mercado altamente concorrencial.

Assim sendo, a forma de divisão das fontes de financiamento entre recursos próprios e de terceiros deve diferir bastante entre empresas. De um lado estão aquelas que, possuindo algum poder de fixar o preço no mercado de seu produto, ampliam o montante de lucro obtido na sua atividade e aumentam a sua capacidade de autofinanciamento,<sup>17</sup> tornando-se então relativamente independentes dos recursos do mercado

---

<sup>15</sup> Na composição da poupança existem outros itens, mas não nos preocuparemos com eles, pois sempre representam uma parcela não significativa.

<sup>16</sup> Estas três condições são uma adaptação das expostas em: MARRIS, R. & WOOD, A. *The corporate economy*. London, MacMillan, 1971.

<sup>17</sup> São provavelmente estas que, por operarem com maior intensidade de capital e com maior estoque de capital, têm uma grande parcela de depreciação compondo a sua poupança, o que amplia ainda mais a sua capacidade de autofinanciamento.



de capitais. No outro extremo devem situar-se as empresas que operam em setores altamente competitivos, portanto o preço de seu produto é um dado, e sendo assim, podem contar com volumes relativamente menores de recursos próprios. Estas últimas têm menor capacidade de autofinanciamento e maior dependência dos recursos ofertados pelo mercado de capitais.

Com a finalidade de melhor estudar os fatores determinantes da divisão das fontes de financiamento entre internas e externas, procuramos analisar as hipóteses levantadas por quatro autores que associam as decisões de divisão do financiamento entre as várias fontes possíveis com as decisões de preço, produção, características de mercado e outras, indicando as soluções propostas pelos autores e os conflitos existentes entre elas.

### 2.3.1 As Hipóteses de Duesenberry

Este autor procura explicar a divisão do financiamento entre várias fontes alternativas, sendo que, preliminarmente, baseia-se na hipótese de que todas as firmas são monopólios puros, não havendo possibilidade de, através da formação de preço, gerar internamente quantidades adicionais de fundos para autofinanciamento que, conforme veremos adiante, é a relação fundamental para outros autores.

O autor estuda o processo de determinação do investimento, considerando os custos nos quais a empresa incorre para financiar suas despesas com investimento. Para analisar estes custos, constrói uma curva de custo marginal dos fundos, que será objeto de nossa análise porque nos indica como a empresa avalia os custos das várias fontes alternativas de fundos à sua disposição e divide o financiamento em fontes internas e externas.

"A oferta de fundos disponíveis para investimento para qualquer empresa provém de várias fontes diferentes: i) reserva para depreciação; ii) lucros líquidos retidos; iii) vários tipos de empréstimos; iv) venda de ações. Cada uma destas fontes tem um custo em algum sentido, mas a natureza do custo varia de acordo com a fonte e com a expectativa dos administradores e dos que emprestam fundos".<sup>18</sup>

O custo das várias fontes de financiamento, determinante da forma da curva de custo marginal de fundos para investimento, é descrito abaixo:

A. O uso do lucro retido e da reserva para depreciação não envolve nenhum custo de caixa, mas tem um custo de oportunidade que é o retorno que a empresa obteria se resgatasse suas dívidas ou comprasse ações ou ativos de outras empresas.<sup>19</sup> O retorno que a empresa obteria na compra de ações, mas não de empresas onde há vantagens estratégicas derivadas da oportunidade de diversificação e integração, seriam os dividendos mais os ganhos de capital, sendo que é possível que este retorno seja mais baixo do que o retorno da aplicação dos fundos na própria empresa, pois, de maneira geral, o

---

<sup>18</sup> DUESENBERY, J. *Business cycles and economic growth*. New York, McGraw-Hill, 1958. p. 91.

<sup>19</sup> Como o lucro retido é um fluxo e a dívida um estoque, o autor relaciona os dois ao considerar que o custo de usar o lucro retido é o custo de não resgatar a dívida.

empresário julga ser ele próprio mais capacitado para aplicar seus recursos. Segundo o autor, os empresários julgam que o retorno das ações deve estar abaixo do retorno dos títulos e também que o custo de oportunidade em usar os fundos retidos para financiar o investimento está ligeiramente acima do retorno dos títulos quando a empresa tem uma pequena quantidade de dívida em relação aos seus ganhos.

A retenção de lucro dentro da empresa conduz à possibilidade de gerar custos imputados adicionais, derivados da insatisfação provocada nos acionistas, mas a conclusão do autor é que a empresa normalmente evita incorrer nestes custos através de uma política adequada de dividendos.<sup>20</sup> Dado o tipo de comportamento dos acionistas, os quais exigem estabilidade do *quantum* distribuído como dividendos no tempo, a retenção do lucro acima dos montantes permitidos pela aplicação de um dado *target pay-out ratio* teria um custo imputado adicional, devido ao fato de os administradores irem contra os padrões requeridos pelos acionistas, sendo que a própria administração torna-se sujeita ao risco da perda de mandato, devido, por exemplo, a uma insatisfação dos acionistas, manifestada pela venda de ações.

B. Os empréstimos tem um custo de caixa que são as despesas de juros, mas também têm um custo imputado adicional, derivado do efeito causado pelas flutuações de demanda por seu produto, que podem levar a empresa a situações em que seus recursos disponíveis sejam insuficientes para saldar compromissos. "Desde que as empresas são relutantes em aumentar a variância de seus ganhos líquidos, o custo dos fundos começará a aumentar rapidamente quando a proporção da dívida com relação aos ganhos aumenta."<sup>21</sup>

C. A venda de novas ações envolve custos imputados adicionais que, de maneira geral, estão acima do custo de oportunidade de usar fundos gerados inteiramente ou de contrair quantidades adequadas de dívida. Os administradores preocupam-se em manter estável o índice de lucro por ação da empresa, na presunção de que este é o desejo dos acionistas. Sendo assim, o custo imputado da emissão de novas ações diminui na medida em que aumenta o retorno esperado do projeto de investimento, pois quando este se eleva, o lucro esperado por ação também se eleva.

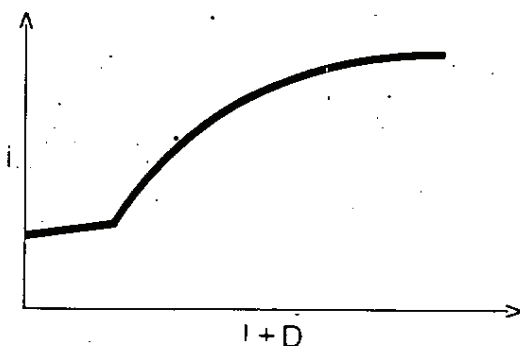
Os vários custos descritos acima determinarão a forma da curva de custo marginal indicada na figura abaixo, onde os custos imputados dos fundos são medidos no eixo vertical e a taxa de investimento<sup>22</sup> ( $I$ ) mais a dívida inicial ( $D$ ) são medidas no eixo horizontal. "A curva é perfeitamente elástica, ou quase, a taxas de retorno relativamente baixas até que  $I + D$  iguale as despesas com depreciação mais lucros retidos. Depois ela cresce, primeiro devagar e depois rapidamente, quando o investimento mais a dívida inicial aumentam. Quando o custo imputado da dívida aumenta tanto que se

<sup>20</sup> O autor aceita as conclusões de Linter sobre a independência da política de dividendos com relação às necessidades de fundos para financiar as despesas com investimento e à rentabilidade esperada do investimento realizado com os lucros totais.

<sup>21</sup> DUESENBERY, J. *Business Cycles* . . . p. 95.

<sup>22</sup> O autor refere-se à taxa de investimento quando, em nossa opinião, seria mais correto referir-se ao montante de investimento.

justifica a emissão de ações, a inclinação se reduz novamente".<sup>23</sup> A curva é construída sob a hipótese de que os lucros retidos e os lucros esperados são fixos.



A forma da curva de custo marginal dos fundos não é a mesma para todas as empresas, admitindo amplas variações no nível e na forma. A amplitude do ramo elástico inicial depende da eficiência e da posição competitiva da empresa, bem como de sua política de dividendos. A inclinação do ramo inelástico depende da natureza da firma e da atitude da administração frente ao risco e determina quando a empresa passará a se utilizar da venda de novas ações como fonte de fundos.<sup>24</sup>

As outras hipóteses, que serão apresentadas nas subseções 2.3.3 e 2.3.4, indicam que uma forma de a empresa aumentar a elasticidade do primeiro ramo da curva de custo marginal de fundos é a fixação de um preço tal que amplie os montantes de lucro retido, não sendo sempre necessário que a empresa incorra nos custos das outras fontes de financiamento, podendo utilizar-se, muitas vezes, apenas dos recursos gerados internamente.

### 2.3.2 As Hipóteses de Steindl<sup>25</sup>

As características básicas do comportamento das empresas com relação a muitas variáveis, inclusive quanto à utilização das fontes de financiamento, dependem do tipo de indústria em que as empresas operam e do padrão de concorrência desta. As indústrias são divididas em dois grandes grupos, sendo cada um composto por empresas de

<sup>23</sup> DUESENBERY, J. Op. cit. p. 97.

<sup>24</sup> Deve-se notar que o modelo do autor é bastante abrangente, dedicando-se ao estudo do crescimento econômico e dos ciclos. Do trabalho todo, estamos analisando apenas quais são os custos associados às diferentes fontes de fundos.

<sup>25</sup> Analisaremos aqui apenas a parte do trabalho do autor que se refere ao padrão de concorrência dentro da indústria e suas implicações sobre as fontes de financiamento utilizadas pelas empresas.

vários tamanhos.<sup>26</sup> O primeiro grupo, o setor competitivo, caracteriza-se pela existência de várias empresas pequenas que são em conjunto responsáveis por parcela razoável do produto total da indústria. Estas obtêm lucros normais, utilizando-se de pouco capital, sendo grande a possibilidade de entrada de novas empresas concorrentes. O segundo grupo, o setor oligopólico, caracteriza-se pela existência de lucros acima do normal até para as menores empresas, sendo que a necessidade de capital é tal que há dificuldade para a entrada de novas empresas.

O objetivo do autor é analisar a formação das margens de lucro de longo prazo na indústria, mas nós nos ateremos principalmente aos aspectos relacionados à utilização das várias fontes de financiamento. Dentre as várias hipóteses, as mais importantes são:

- a. a empresa investe principalmente na sua própria atividade;
- b. o processo de acumulação interna (isto é, o aumento do capital através da retenção do lucro) induz o empresário a investir;<sup>27</sup>
- c. a taxa de crescimento do mercado para qualquer indústria é um dado.

Descreveremos inicialmente o comportamento do setor competitivo e posteriormente indicaremos em que aspectos o setor oligopólico se afasta dele.

Numa indústria competitiva, as grandes empresas, com maior margem de lucro, vão acumular fundos a uma taxa maior que as pequenas empresas. Dadas as hipóteses estabelecidas anteriormente, conclui-se que as empresas utilizar-se-ão destes recursos para ampliar a sua capacidade produtiva, mas "nós podemos dizer que a taxa de expansão destas firmas em crescimento, multiplicada pela proporção de suas vendas sobre as vendas da indústria, não deve exceder a taxa de expansão da indústria".<sup>28</sup> Podem existir casos especiais onde o crescimento das empresas grandes seja tal que redunde na diminuição do tamanho absoluto de algumas empresas menores, havendo neste caso concentração absoluta na indústria. Para não tornar a exposição demasiadamente longa, não trataremos deste caso especial, apresentando apenas a situação de equilíbrio descrita anteriormente, onde não há eliminação de empresas já existentes.

O comportamento acima descrito não se aplica ao setor oligopólico, pois dadas as margens de lucro com que as empresas operam, a acumulação interna excede o montante necessário para financiar a sua expansão. Se estes fundos gerados em excesso fossem transferidos para outras indústrias, haveria expansão do investimento para a economia como um todo, mas dada a hipótese inicial do autor, esta possibilidade não ocorre.

Logo, dividindo-se a economia em dois setores, um oligopólico e outro competitivo, pode-se concluir que a acumulação interna de fundos é maior no primeiro que

---

<sup>26</sup> "De acordo com a evidência empírica, nós assumimos que havendo economias de escala a margem bruta de lucro aumenta quando nós passamos das menores para as sucessivamente maiores classes de tamanho das empresas." Vide STEINDL, J. *Maturity and stagnation in American capitalism*. Oxford, B. Blackwell, 1952. p. 40.

<sup>27</sup> "A acumulação interna deve compreender somente os lucros retidos ('poupança da empresa'), mas não a poupança dos dividendos, porque esta última não está diretamente disponível para a empresa." Id., Ibid., p. 110.

<sup>28</sup> Id., Ibid., p. 43.

no segundo setor, pois o crescimento da margem de lucro, limitada no setor concorrencial, não o é no setor oligopólico.

Se é difícil ou lenta a transferência de fundos gerados internamente na empresa, deve haver na economia uma má distribuição de fundos, isto é: as indústrias oligopólicas possuem mais fundos internos que as competitivas.

Assim sendo, podemos estabelecer as seguintes conclusões:

A. No setor concorrencial as empresas maiores aplicam os resultados de sua acumulação interna em investimentos que permitam o crescimento de suas vendas de forma a que no mínimo elas mantenham sua participação no mercado. Dado que só a ampliação da capacidade produtiva permite o crescimento das vendas, é razoável estabelecer-se que elas não utilizem seus recursos internos para resgatar dívidas ou investir em títulos.

B. No setor oligopólico, as margens de lucro são altas e portanto é alta também a sua acumulação interna, de forma que esta é superior à sua necessidade de investimento, operando estas empresas com excesso de recursos próprios.

### 2.3.3 As Hipóteses de Adrian Wood

Este autor investiga os fatores determinantes da formação da margem de lucro<sup>29</sup> de longo prazo, introduzindo explicitamente a necessidade de autofinanciamento como uma das restrições ao objetivo da empresa, que é o crescimento da receita de vendas, sendo analisadas apenas as empresas não financeiras. Inicialmente, admite-se a hipótese de que as decisões são tomadas dentro de um único período de planejamento e as expectativas são satisfeitas.<sup>30</sup>

Cada empresa possui um conjunto de oportunidades no longo prazo, descrito por um conjunto de estratégias alternativas. Uma estratégia é definida como um particular conjunto de preços, nível de produção, política de vendas e projetos de investimento factíveis, dados a tecnologia e o preço esperado dos insumos.

O conjunto de oportunidades é limitado pela *fronteira de oportunidades*, pois há sempre um limite superior para a margem de lucro e para o montante de vendas e um limite inferior para os gastos com investimento.<sup>31</sup>

A fronteira de oportunidade depende das relações entre a margem de lucro e o crescimento das vendas e entre a despesa com investimento e o crescimento da capacidade produtiva.

Formalmente, a fronteira de oportunidade pode ser definida como uma função da forma:

$$\pi \leq u(g, k)$$

<sup>29</sup> Margem de lucro é definida como sendo o quociente entre o lucro operacional bruto (P) e a receita operacional (V).

<sup>30</sup> A supressão desta hipótese, posteriormente, não altera a estrutura básica do modelo.

<sup>31</sup> Investimento significa gastos em ativos físicos e estoques.

onde:  $\pi$  = margem de lucro;

$g$  = taxa de crescimento das vendas;

$k$  = coeficiente de investimento (relação entre as despesas com investimento e o aumento absoluto nas receitas de vendas).

Esta função possui as seguintes propriedades:

a.  $\frac{\delta u}{\delta g} < 0$

Esta propriedade reflete o fato de que, uma vez alcançada a fronteira de oportunidades, é necessário diminuir a margem de lucro para a empresa aumentar vendas, devido à concorrência.

b.  $\frac{\delta u}{\delta k} > 0$

Esta outra indica que uma vez alcançada a fronteira de oportunidades, o aumento no coeficiente de investimento reduz custos, possibilitando o aumento na margem de lucro.

A *fronteira financeira* é uma "relação formal de longo prazo que especifica o nível mínimo de lucros necessários para financiar algum particular nível de investimento".<sup>32</sup>

Para definir esta função, vamos inicialmente definir três taxas:

a. Taxa de retenção bruta ( $r$ ): é a proporção dos fundos internos ( $R$ ), isto é, a soma dos lucros retidos com a provisão para depreciação, com relação aos lucros ( $P$ ).

b. Taxa de financiamento externo ( $x$ ): é a proporção de financiamento externo ( $X$ ), isto é, a soma de novos empréstimos com as emissões de novas ações, com relação ao investimento ( $I$ ).

c. Taxa de ativos financeiros ( $f$ ): é a proporção de ativos financeiros ( $F$ ), isto é, moeda, títulos etc., com relação ao investimento ( $I$ ).

Dado um demonstrativo sucinto de Usos e Fontes de recursos pela empresa, que é o seguinte:

USOS	FONTES
Investimento em ativos físicos ( $I$ )	Formação interna de fundos ( $R$ )
Investimento em ativos financeiros ( $F$ )	*Novos empréstimos + Emissão de novas ações ( $X$ )

<sup>32</sup> WOOD, A. *A theory of profits*. London, Cambridge University Press, 1975. p. 72.

podemos transformá-lo usando as três taxas definidas acima, e teremos:

USOS	FONTES
$(1 + f) I$	$x I$
	$r P$

Dado que o total de usos tem que ser igual ao total de fontes, teremos:

$$\begin{aligned} x I + r P &= (1 + f) I \\ r P &= (1 + f - x) I \\ P &= \frac{(1 + f - x) I}{r} \quad (I) \end{aligned}$$

Dado um valor particular para  $f$ ,  $x$  e  $r$ , a equação (I), que é a fronteira financeira, determina o nível de lucros necessário para financiar um dado nível de investimento.<sup>33</sup>

Na determinação dos coeficientes  $f$ ,  $x$  e  $r$  baseia-se a análise do comportamento financeiro das empresas.

Como o principal objetivo da empresa é ampliar as vendas, ela investe principalmente em ativos físicos ( $I$ ), pois são aqueles que possibilitam a ampliação da capacidade produtiva, mantendo um nível mínimo de ativos financeiros ( $F$ ). Este nível depende principalmente da natureza da demanda pelos seus produtos, cujas flutuações afetam o nível de lucros (e conseqüentemente a realização do autofinanciamento planejado) e da taxa de juros. A relação entre os ativos financeiros ( $F$ ) e o nível de investimento ( $I$ ) é a fronteira de ativos financeiros, através da qual determina-se a taxa de ativos financeiros  $f = F/I$ , para um particular valor de investimento.

As fontes externas de financiamento são os novos empréstimos e a emissão de novas ações ( $X$ ).<sup>34</sup> O montante de novos empréstimos que a empresa planeja contrair é determinado pelos limites desejados de endividamento. O grau de endividamento depende da taxa de juros, da variabilidade e incerteza sobre lucros futuros e do grau de aversão ao risco dos responsáveis pela tomada de decisões. A fronteira de financiamento externo relaciona o máximo disponível de financiamento externo ( $X$ ) ao nível de investimento ( $I$ ). Logo, a taxa do financiamento externo  $x = X/I$  é determinada para um particular valor do investimento.

<sup>33</sup> Pode-se transformar esta expressão em forma mais comparável com a fronteira de oportunidades, ou seja:

$$\pi \geq \frac{(1 + f - x)}{r} g k$$

A transformação está descrita em: Wood, A. *A theory of profits*. . . p. 81.

<sup>34</sup> Como regra geral, o autor julga que as empresas não fazem, freqüentemente, emissão de novas ações porque, dadas as imperfeições no mercado de ações, isto provoca queda no preço das ações e, portanto, uma perda de capital para os acionistas.

A principal fonte de financiamento das empresas são os fundos internos ( $R$ ), porque a empresa planeja, no longo prazo, um nível de lucros tal que ela possa se autofinanciar. A retenção de resultados pela empresa depende de sua política de dividendos, cuja formulação por sua vez depende dos rendimentos totais da empresa, da preferência dos acionistas e da proporção por eles desejada de dividendos. A função de financiamento interno relaciona a quantidade de fundos internos disponíveis ( $R$ ) ao nível de lucros ( $P$ ). Logo, a taxa de retenção bruta  $r = R/P$  é definida para cada particular nível de lucros.

A maximização da taxa de crescimento das vendas ( $g$ ) sujeita às restrições impostas pela fronteira de oportunidade:

$$\pi \leq u(g, k)$$

e pela fronteira financeira:

$$\pi \geq \frac{(1 + f - x)}{r} g k,$$

determina os valores da margem de lucros ( $\pi$ ), da taxa de crescimento das vendas ( $g$ ) e do coeficiente de investimento ( $k$ ).

Neste processo de maximização (estamos supondo inicialmente que  $k$  seja fixo), a empresa determinará os valores de  $\pi$  e  $g$  sujeita a duas pressões. Por causa da concorrência ela procurará um  $\pi$  baixo, que lhe assegurará uma taxa maior de crescimento das vendas; mas a necessidade de fundos internos, para fins de autofinanciamento, fará com que a empresa escolha um  $\pi$  que não seja muito baixo. A escolha de  $\pi_1$  e  $g_1$  indica que este é um ponto acessível e viável financeiramente, encontrando-se em cima da fronteira de oportunidades e da fronteira financeira, conforme está indicado no gráfico a seguir.

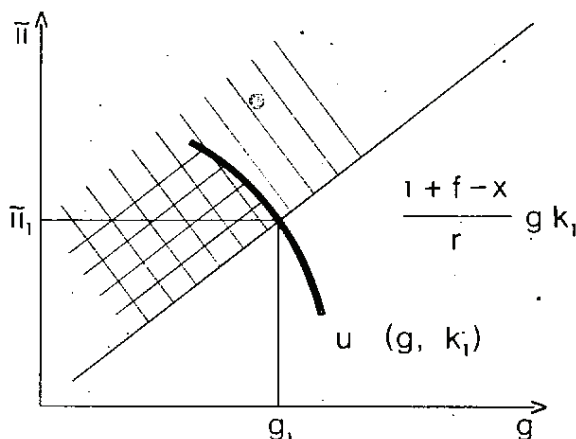
Na determinação de  $k$ , a empresa escolherá aquele valor que produza a máxima taxa de crescimento das vendas, mas que seja atingida uma margem de lucro tal que gere fundos suficientes para financiar este nível de despesas com investimento (vide gráfico na página seguinte).

De maneira geral, as principais restrições contidas nas hipóteses deste autor frente a outras referentes à teoria da firma são as seguintes:

A. Se o objetivo da empresa é maximizar o valor presente dos rendimentos futuros, a condição necessária e suficiente para a realização de um projeto de investimento é que sua taxa de retorno esperada seja maior que a taxa de retorno alternativa determinada externamente pelo mercado.<sup>35</sup> A principal discordância do autor com o tipo de

<sup>35</sup> "No presente modelo (...) as empresas escolhem entre rumos alternativos de ação perguntando: (a) são as estratégias particulares, no conjunto de oportunidades, financeiramente viáveis (isto é, pode o investimento que elas exigem ser financiado) e (b) em que extensão elas ampliariam as vendas. Neste contexto, o cálculo do rendimento [nós vamos definir o cálculo do rendimento como uma estimativa da "taxa de retorno" esperada em um projeto de investimento (Wood, A. *A theory of profits*... p. 97)] fornece meios grosseiros de avaliação da viabilidade financeira dos projetos de investimento particulares." (Id., *Ibid.*, p. 98).





comportamento acima descrito é que uma vez que a empresa deseja crescer a sua receita de vendas e necessita se autofinanciar, a sua política de investimento será tal que leve em consideração a necessidade de ampliar as receitas operacionais e não ampliar rendimentos em geral (isto é, aqueles derivados da aplicação em ações e ativos financeiros). Não há possibilidade de comparação entre a taxa de retorno do projeto e a taxa de retorno de uma aplicação alternativa no mercado financeiro, porque os rendimentos do projeto são avaliados conforme seu efeito em vendas e sua viabilidade financeira.

B. Quanto à hipótese de que a firma se defronta com uma oferta de fundos infinitamente elástica, o autor mostra que, dados os riscos e desvantagens envolvidos nas operações de crédito, esta hipótese não é verdadeira em todos os casos. Os ofertantes de fundos transacionam no mercado até uma dada taxa de juros, pois acima deste limite os riscos aumentam de tal modo que eles preferem não emprestar mais. As empresas sofrem restrições na possibilidade de emissão de novas ações e procuram manter um nível de endividamento que minimize os riscos de perda de controle da firma, devido a flutuações indesejadas no nível dos lucros, que podem fazer com que os encargos financeiros se tornem muito elevados. Por estas razões, grande parte do financiamento do investimento provém da geração interna de fundos.

Para finalizar a apresentação das hipóteses assumidas pelo autor, torna-se útil a formulação dos seguintes comentários, procurando ligá-las com as de Steindl, apresentadas anteriormente.

O autor descreve o comportamento de uma empresa típica de um setor oligopólico, pois cada empresa se defronta com uma curva de demanda pelos seus produtos que não é infinitamente elástica. Mas na formulação de suas hipóteses não há uma descrição profunda das características do mercado e do grau de concorrência do setor em que a empresa opera.

Uma das hipóteses fundamentais é que, como a empresa pretende fazer com que as receitas de vendas cresçam, ela investe principalmente na sua própria atividade, pois isto permite a redução dos custos, aperfeiçoando a qualidade do produto e fazendo

com que se torne possível alcançar seu objetivo. As aplicações em ativos financeiros são o mínimo necessário para sintonizar as despesas geradas pela execução do plano de investimento com o autofinanciamento planejado. Entretanto, o grau de concorrência no setor em que a firma atua pode modificar este padrão, pois na medida em que a concorrência potencial (isto é, a possibilidade de entrada de novas firmas) é pequena, a necessidade da empresa investir na própria atividade para garantir sua posição no mercado de seu produto é relativamente menor, podendo a empresa aplicar parte de seus recursos próprios em ativos financeiros, quando o retorno destes for maior que o do projeto de expansão da empresa. Quanto menor a concorrência potencial do setor, menos necessidade terá a empresa de dirigir a totalidade de seus lucros para o financiamento do investimento em capital físico, conforme indica Steindl.

O comportamento descrito não é considerado pelo autor, pois ele não se preocupa com o padrão de concorrência dentro do setor.

Mas o que pretendemos frisar é que o tipo de objetivo que a firma persegue<sup>36</sup> não é o único fator que determina o seu padrão de composição de ativos, sendo muito importante estudar o padrão de concorrência do setor em que a firma opera. A ligação entre a geração de recursos próprios pela empresa com sua necessidade de financiar o investimento real torna-se menos estreita na medida em que a concorrência potencial torna-se mais fraca, pois diminui a necessidade de ampliar os investimentos reais, como condição de sobrevivência para a empresa.

Assim, o comportamento descrito pelo autor pode sofrer amplas variações, dependendo de características específicas do setor em que a empresa atue e de seu tamanho.

#### 2.3.4 As Hipóteses de Eichner

O autor indica que o fator determinante da formação de preço em uma firma oligopolística é a sua necessidade de gerar fundos internos para financiar despesas com investimento.<sup>37</sup>

A empresa utiliza um poder de fixar preço para aumentar o fluxo de entrada de caixa, ampliando as possibilidades de financiar seus gastos com investimento pela utilização de recursos próprios, sendo que a adoção deste procedimento gera um custo. "Em vez de identificar o custo dos fundos gerados internamente com a taxa de retorno do investimento fora da firma — ou seja, em vez de usar um conceito de custo de oportunidade — este enfoque alternativo (do custo do financiamento interno) concentra-se nos possíveis declínios subseqüentes na receita pelo aumento da margem sobre

<sup>36</sup> Isto é, se ela pretende maximizar a receita de vendas ou maximizar o valor presente dos rendimentos futuros.

<sup>37</sup> O modelo está baseado nas seguintes hipóteses sobre a firma:

- a. é *price-leader*;
- b. possui uma participação fixa ou conhecida no mercado do produto;
- c. tem informações precisas sobre os fluxos de caixa alternativos para várias margens de lucros;
- d. a demanda pelo produto é inelástica com relação ao preço no curto prazo e elástica no longo prazo.

custos com o propósito de aumentar o fluxo de caixa corrente — isto é, os efeitos da elasticidade da demanda a médio e longo prazo”.<sup>38</sup> A queda na receita pode ser devida ao efeito de substituição deste produto por similares, à possibilidade de entrada de novos concorrentes no mercado diminuindo a participação de mercado de cada uma das firmas já existentes e às intervenções governamentais, sendo que as duas primeiras razões devem ter seus efeitos mais significantes no longo prazo.

A divisão final entre as fontes internas e externas de financiamento dependerá da interseção da curva de eficiência marginal do investimento com a curva de oferta de fundos. A curva de oferta de fundos para a empresa constitui-se de dois segmentos: inicialmente compõe-se dos fundos gerados internamente (que apresentam custos crescentes pelos fatores antes mencionados) e a partir do ponto em que esta curva encontra-se com a taxa de juros de mercado, é a própria curva de oferta de fundos de mercado.

Este autor não considera algumas das variáveis que influenciam o comportamento de longo prazo da empresa quanto à utilização das várias fontes alternativas de financiamento. Estas variáveis são as seguintes:

A. A política de dividendos da empresa, que determina, dado o padrão de preferência dos acionistas, qual será a proporção ótima no longo prazo dos dividendos sobre os lucros totais. Esta decisão influenciará o montante de lucros retidos na empresa para financiar o investimento. Logo, além da discussão sobre a fixação das margens de lucro a fim de gerar fundos para autofinanciamento é necessário estabelecer-se quais serão as regras de divisão do lucro total. A possibilidade de captação de recursos no mercado acionário influenciará a utilização, e conseqüentemente, a formação dos recursos internos.<sup>39</sup>

B. A relação desejada de endividamento, que depende dos riscos a que a empresa está sujeita. A avaliação destes riscos contém elementos de natureza subjetiva mas, provavelmente, dependerá de outros fatores, como a variância das vendas esperadas e da taxa de juros no mercado financeiro. A fixação de um determinado grau ótimo de endividamento influenciará a possibilidade de divisão do financiamento entre fontes internas e externas, pois a utilização de recursos de terceiros pode ser inviável na medida em que a firma se encontre tão comprometida com capitais de terceiros que o fluxo de caixa gerado pelos novos projetos de investimentos não compense o aumento nos encargos financeiros, a partir de uma determinada variância nas vendas esperadas.

Podemos concluir então que a regra de divisão do financiamento do investimento, entre os recursos próprios e os recursos do mercado de capitais, estabelecida pelo autor, encontra limitações na medida em que este não estuda a política de dividendos seguida pela empresa, a possibilidade de emissão de novas ações e o seu grau

<sup>38</sup> EICHNER, A. S. A theory of the determination of the mark-up under oligopoly. *Economic Journal*, London, 83 (332): 1184-200, Dec. 1973.

<sup>39</sup> A falta de explicação sobre a política de dividendos da empresa torna-o sujeito a críticas como as de Hazledine que, criticando a hipótese de que todos os lucros são retidos, afirma que, em vez de aplicar a taxas de retorno mais baixas que as de mercado, a firma poderia preferir a distribuição de lucros aos acionistas e empregados.

desejado de endividamento. A necessidade de distribuição de dividendos coloca uma restrição à utilização do lucro total para fins de autofinanciamento, e a possibilidade de emissão de novas ações é uma fonte de fundos alternativa com a qual conta a empresa. O montante de recursos utilizado do mercado financeiro depende do grau de endividamento com o qual a empresa deseja operar. Além disto, o autor não considera o comportamento das empresas do setor concorrencial, parecendo-nos que em seu modelo estas estariam na dependência irrestrita dos recursos ofertados pelo mercado de capitais, pois não têm poder para fixar o preço de seu produto e portanto gerar fundos internos para financiar suas despesas com investimento.

## 2.4 Conclusões da Revisão Crítica da Literatura

Esta revisão da literatura nos indicou hipóteses sobre o padrão de comportamento das empresas não financeiras nos países capitalistas desenvolvidos, segundo a ótica de vários autores, com ênfase às variáveis mais relevantes na determinação do comportamento das empresas quanto à utilização das várias fontes de financiamento. As evidências empíricas, disponíveis para a Inglaterra e os Estados Unidos, indicam que há razoável estabilidade quanto à utilização das várias fontes e usos de recursos pela empresa, mostrando que o comportamento típico nestes países é a empresa investir na sua própria atividade, financiando-se principalmente com seus recursos próprios ou sua poupança.

Considerar que a empresa não se defronta com problemas de financiamento, isto é, que todo projeto de investimento viável do ponto de vista econômico também o é do ponto de vista financeiro, como supõem Modigliani e Miller, é hipótese que só seria válida se as seguintes condições fossem satisfeitas: a empresa sempre se defrontasse com uma oferta de fundos infinitamente elástica, existindo perfeita simetria na avaliação dos retornos do projeto de investimento entre os que emprestam recursos financeiros e os que os demandam; as características do mercado de ações e dos acionistas fossem de forma a possibilitar a captação de recursos através da colocação de novas ações; se a estrutura de capital da empresa não impusesse restrições à possibilidade de utilização das várias fontes de financiamento.

Uma vez que a ocorrência destas condições não é provável, as hipóteses sugeridas por Linter, Adrian Wood, Steindl, Duesenberry e Eichner podem explicar parcelas do comportamento das empresas quanto à possibilidade de utilização das várias fontes de financiamento. Adotar estas hipóteses, de maneira genérica, significa admitir que o comportamento das empresas quanto à utilização das várias fontes de financiamento possui regularidade, dependendo das características de cada uma.

O padrão de relacionamento das empresas não financeiras com os mercados financeiro e acionário pode então ser descrito, genericamente, da seguinte maneira:<sup>40</sup>

A. A empresa investe principalmente na sua própria atividade, não realizando transferências de recursos próprios para outras unidades econômicas, no longo prazo. Sendo

<sup>40</sup> Nos quadros 3 e 4, a seguir, encontra-se de forma organizada o pensamento dos vários autores sobre qual é este padrão de relacionamento.

Quadro 3 – Síntese do pensamento dos autores quanto aos fatores determinantes da utilização das várias fontes de financiamento

AUTOR	FATORES DETERMINANTES DA UTILIZAÇÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO SEGUNDO VÁRIOS AUTORES					
	POLÍTICA DE RETENÇÃO DE LUCROS	POLÍTICA DE DIVIDENDOS	CAPACIDADE DE AUTOFINANCIAMENTO	OUTRAS FONTES DE FINANCIAMENTO		GRAU DE DEPENDÊNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS
				EMISSIONES DE NOVAS AÇÕES	EMPRÉSTIMOS	
Modigliani e Miller	Qualquer composição de fontes de financiamento é possível desde que o retorno do projeto de investimento em que estes fundos serão aplicados seja maior do que a taxa de juros do mercado financeiro.					Indeterminado
Linter	Há conexão entre as duas políticas, pois a empresa procura estabilizar o <i>quantum</i> de dividendos distribuídos.		Residual, pois depende da política de dividendos.	Não considera estas fontes alternativas de financiamento.		Indeterminado
Adrian Wood	A empresa pratica uma política de preços que a permita maximizar os fundos gerados internamente para autofinanciamento.	Procura estabilizar o <i>quantum</i> distribuído em dividendos.	O autofinanciamento é uma meta que a empresa persegue.	É restrita pois não é de interesse dos acionistas.	Procura evitar os riscos do endividamento excessivo.	A empresa pretende utilizar o mínimo possível de recursos do mercado financeiro e acionário.
Steindl	A margem de lucros com que a empresa opera depende de alguns fatores. O montante retido depende da poupança dos capitalistas.	Não considera a necessidade de distribuir dividendos.	Depende se o setor em que a empresa opera é competitivo ou oligopólico.	Não menciona esta possibilidade de financiamento.	Não menciona esta possibilidade de financiamento.	O crescimento da empresa depende de suas margens de lucro e conseqüentemente dos fundos retidos internamente.
Duesenberry	A empresa procura estabilizar o <i>quantum</i> distribuído em forma de dividendos e o restante permanece na empresa para fins de autofinanciamento.		Residual, pois depende da política de dividendos.	O seu custo imputado é alto, pois deprime o preço das ações, provocando insatisfação nos acionistas.	Tem um custo imputado que aumenta na medida em que o estoque da dívida cresce.	A empresa utiliza-se das várias fontes, segundo seus diversos custos.
Eichner	A empresa fixa suas margens de lucro de forma a ampliar os montantes de recursos internos.	Não encara como uma obrigação da empresa a distribuição de lucros aos acionistas.	Depende da possibilidade de ampliar as margens de lucro.	Não considera esta fonte de fundos.	A empresa passa a se endividar no momento em que o custo de ampliação das margens de lucro é maior que o custo dos recursos do mercado financeiro.	Depende do custo de ampliação das margens de lucro em comparação com o custo dos recursos ofertados no mercado financeiro.

**Quadro 4 – Síntese do pensamento dos autores quanto aos usos gerais dados a seus recursos**

AUTOR	USOS GERAIS DE FUNDOS SEGUNDO VÁRIOS AUTORES		
	INVESTIMENTO NA SUA PRÓPRIA ATIVIDADE	TRANSFERÊNCIA PARA OUTRAS UNIDADES ECONÔMICAS	
		DIRETA: AÇÕES E PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS	INDIRETA: ATRAVÉS DO SISTEMA FINANCEIRO
<b>Modigliani e Miller</b>	O uso dos fundos pela empresa na sua própria atividade depende de o seu projeto de investimento apresentar uma taxa de retorno superior à taxa de juros de mercado, caso contrário há transferência destes recursos para outras unidades econômicas.		
<b>Lintner</b>	Estuda só a política de distribuição de dividendos, não se manifestando portanto sobre estes aspectos.		
<b>Adrian Wood</b>	É meta prioritária da empresa investir para ampliar a capacidade produtiva.	Só ocorre em casos especiais, quando há interesse estratégico para a empresa.	As aplicações financeiras são minimizadas, sendo sua finalidade sincronizar o fluxo de entradas e saídas de caixa.
<b>Steindl</b>	No setor competitivo é condição fundamental para a sobrevivência da empresa. No setor oligopólico não é.	Não se manifesta.	No setor concorrencial a empresa não faz aplicações financeiras, mas no setor oligopólico pode fazer.
<b>Duesenberry</b>	Admite que a empresa investe prioritariamente na sua própria atividade;	Só ocorre se houver vantagens estratégicas de diversificação e/ou integração.	Só há aplicações financeiras para compensar os riscos de altos custos imputados de empréstimos.
<b>Eichner</b>	Só trata das aplicações na sua própria atividade.	Não se manifesta.	Admite que não é um uso prioritário para a empresa.

assim, as aplicações em ativos financeiros são realizadas para a manutenção de excedentes temporários de recursos, de forma a sincronizar as entradas e saídas de caixa. Este comportamento sofre variações dependendo das características do mercado em que a empresa atua, pois na medida em que haja uma fraca concorrência potencial, isto permite que a empresa deixe de investir na sua própria atividade e aplique seus recursos no mercado financeiro, desde que haja diferenciais de retorno.

B. A utilização de emissão de novas ações como fonte de fundos possui um custo derivado da possibilidade de esta gerar insatisfação nos acionistas; por isso o uso desta fonte de fundos é limitado. Como os acionistas preferem um padrão de distribuição de dividendos estável, isto provoca uma impossibilidade de utilização dos lucros totais gerados no período para fins de autofinanciamento. A empresa então mantém um padrão de distribuição de dividendos estável para não prejudicar a cotação de suas ações e poder, no futuro, utilizar-se da emissão de novas ações como fonte de financiamento, sujeita a essas restrições apontadas.

C. O volume de empréstimos que a empresa utiliza possui um limite superior determinado pelos riscos a que se sujeita a empresa quando o endividamento é crescente e pela restrição que os ofertantes de recursos fazem em emprestar volumes adicionais àquelas empresas que já possuem estrutura de capital excessivamente comprometida com capitais de terceiros.

D. O financiamento das despesas de investimento com recursos próprios evita os riscos de um elevado grau de endividamento, os problemas derivados da emissão de novas ações, a escassez de recursos no mercado financeiro<sup>41</sup> e as divergências, na avaliação dos retornos esperados do seu projeto, com os ofertantes de recursos. Mas a capacidade de autofinanciamento também encontra-se limitada pelas margens de lucro com que a empresa pode operar, sendo que estas dependem do padrão de concorrência do setor em que a empresa atua, pela necessidade de distribuição de dividendos e pelo montante de provisão para depreciação à disposição da empresa.

As conclusões estabelecidas acima descrevem o padrão de comportamento existente nos países capitalistas desenvolvidos. Este padrão, em que pese sua diversidade da economia brasileira, proporcionar-nos-á um quadro de referência geral, através do qual poderemos avaliar a especificidade da situação de dependência da empresa brasileira com relação ao mercado de capitais.

---

<sup>41</sup> Esta escassez pode ser temporária, devido a uma política monetária restritiva ou derivada de alguma característica do mercado financeiro, como por exemplo a falta de recursos financeiros para empréstimos a longo prazo.

### 3. A Relevância do Tema para a Economia Brasileira

Uma vez delimitado um quadro teórico, cuja finalidade foi a de estabelecer um padrão de referência para as formas de divisão do financiamento entre recursos próprios e recursos de terceiros das empresas não financeiras, vamos estudar, através de uma pesquisa empírica, algumas características da forma de financiamento das empresas brasileiras, restritos pelos dados disponíveis.

A forma de relacionamento da empresa brasileira, nos anos recentes, com os mercados financeiro e acionário tem sido objeto de análise, na medida em que as evidências empíricas têm demonstrado uma excessiva utilização de recursos de terceiros, em forma de empréstimos, indicado por uma elevação nos índices de endividamento. A resposta, mais freqüentemente dada a esta observação empírica, é que a existência de subsídios à taxa de juros fez com que as empresas procurassem o crédito como principal fonte de financiamento, praticamente desprezando os riscos de um endividamento excessivo.<sup>42</sup>

A existência desta forma de financiamento, com subsídios à taxa de juros, prende-se à própria reorganização do sistema financeiro nacional após 1964. A abertura e racionalização desta forma de financiamento às empresas deve-se ao fato de que esta apresentou-se como a única alternativa que viabilizou a taxa desejada de crescimento da economia, pelo menos em prazos relativamente curtos, uma vez que a capitalização baseada apenas na retenção de lucros ou na colocação de novas ações não era factível ou provocaria um crescimento demasiadamente lento.

A tabela 5 mostra a evolução das várias fontes de financiamento no tempo, podendo-se notar que os recursos brutos internos cresceram mais, no período 1964-1978, que os originários do mercado acionário e que a participação dos recursos financeiros do exterior também se ampliou. Pode-se verificar, pela análise dessa tabela, que o quociente dos recursos brutos internos sobre o montante colocado de novas ações passa de 5,67 em 1964 a 9,03 em 1978, apresentando quedas durante os seis primeiros anos da série. Crescimento semelhante verifica-se para o quociente entre recursos brutos totais e recursos brutos internos, que passa de 0,98 em 1964 a 1,17 em 1978, com ligeira depressão nos três primeiros anos da série.

A forma de acesso da empresa brasileira ao mercado financeiro deve variar amplamente devido à heterogeneidade da estrutura produtiva no Brasil, indicada pela

---

<sup>42</sup> Quando em 1976 a taxa de juros de empréstimo das instituições financeiras foi liberada, o problema do endividamento surgiu de forma mais acentuada, porque as empresas viram-se em posição financeira muito difícil, tendo que rever planos de expansão.



Tabela 5 — Evolução das várias fontes de financiamento no período 1964-1978

Cr\$ milhões

ANO	POUPANÇA FINANCEIRA BRUTA INTERNA*	COLOCAÇÃO DE NOVAS AÇÕES	RECURSOS BRUTOS INTERNOS DISPONÍVEIS PARA EMPRESTIMOS A FAMÍLIAS E EMPRESAS (3) = (1) - (2)	POUPANÇA FINANCEIRA BRUTA EXTERNA	RECURSOS BRUTOS TOTAIS DISPONÍVEIS PARA EMPRESTIMOS A FAMÍLIAS E EMPRESAS (5) = (3) + (4)	RECURSOS BRUTOS INTERNOS COLOCAÇÃO DE NOVAS AÇÕES	RECURSOS BRUTOS TOTAIS RECURSOS BRUTOS INTERNOS
	(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(4)	(5) = (3) + (4)	(6) = (3) / (2)	(7) = (5) / (3)
1964	3.027	454	2.573	— 61	2.512	5,67	0,98
1965	6.230	1.245	4.985	— 342	4.643	4,00	0,93
1966	4.534	1.789	2.745	— 162	2.583	1,53	0,94
1967	11.559	2.920	8.639	— 612	8.027	2,96	0,93
1968	16.723	4.782	11.941	1.063	13.004	2,50	1,09
1969	20.954	6.120	14.834	2.477	17.311	2,42	1,17
1970	28.869	6.813	22.056	3.041	25.097	3,24	1,14
1971	54.961	17.053	37.908	7.541	45.449	2,22	1,20
1972	71.388	15.525	55.863	17.636	73.449	3,60	1,31
1973	106.936	21.287	85.649	17.151	102.800	4,02	1,20
1974	122.520	24.038	98.482	36.350	134.832	4,10	1,37
1975	243.287	36.230	207.057	36.216	243.273	5,72	1,17
1976	319.231	37.704	281.527	49.270	330.797	7,47	1,18
1977	490.272	49.296	440.976	38.339	479.315	8,95	1,09
1978	750.048	74.788	675.260	111.787	787.047	9,03	1,17

\* Excluímos emissões de ações por incorporação de reservas e outras por julgar este item incorporação de poupança das empresas gerada em outros períodos. Conceitos do Banco Central do Brasil e consolidação nossa.

Fonte: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, v. 15, n. 6, jun. 1979.

existência de empresas de vários portes que se situam ora em setores dinâmicos ora em tradicionais, com diferenças quanto à história de sua capitalização.

Esse problema nos conduz à necessidade de verificar, de forma sistemática, se há diferenças entre empresas quanto à dependência dos recursos de terceiros, o que indicaria que a distribuição de recursos financeiros é de tal forma que viabiliza relativamente mais alguns setores ou grupos de empresas, o que será demonstrado pelo padrão de divisão entre recursos próprios e de terceiros.

Para analisarmos os fatores determinantes da divisão do financiamento entre fontes internas e externas, não podemos agrupar todas as empresas do Brasil, representadas nas amostras, pois os resultados poderiam significar apenas uma média do seu comportamento, sem muito significado devido à grande diversidade existente entre as empresas brasileiras. Separar uma parcela das empresas significa perder a principal característica dos dados, que é a de representar o conjunto das empresas no Brasil. Portanto, resolvemos seccionar a população das empresas em duas dimensões: setor e tamanho.<sup>43</sup> De qualquer maneira, apuraremos também as características do total da indústria e do total do Brasil, para possibilitar comparações.

Existem alguns estudos anteriores que indicam certas regularidades quanto à utilização das fontes de financiamento. O trabalho de Suzigan *et alii* indica que quanto maior e mais dinâmica a empresa, maior a sua independência do sistema financeiro nacional e maior a sua capacidade de autofinanciamento. Em seu estudo, Teixeira Jr. constrói três grupos de empresas: as pequenas e médias, as grandes empresas nacionais e as empresas multinacionais e indica que é diversa a utilização das várias fontes de financiamento.

Esperamos, *a priori*, que os resultados empíricos reflitam todas as medidas de política econômica passadas que estimularam de forma diferenciada as diversas atividades econômicas, o que mostrará que o padrão de financiamento da empresa brasileira pode apresentar diferenças marcantes com relação ao padrão apresentado para as economias capitalistas desenvolvidas.

---

<sup>43</sup> A descrição detalhada destes cortes encontra-se no próximo capítulo.

## 4. Apresentação e Discussão dos Resultados Empíricos

### 4.1 Procedimentos Metodológicos

#### 4.1.1 Descrição dos Dados

A fonte dos dados utilizados na construção dos conjuntos de indicadores compõe-se de duas amostras das declarações do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) referentes aos anos de 1972 (ano-base 1972, exercício 1973) e 1975 (ano-base 1975, exercício 1976), extraídas do arquivo elaborado pelo Centro de Informações Econômico-Fiscais do Ministério da Fazenda. Este arquivo é composto de parcela das informações contidas no questionário do IRPJ para todas as empresas declarantes.

As características das amostras são descritas abaixo:

- *Amostra das empresas referente ao ano de 1972:*

A amostra das declarações do ano de 1972 compõe-se de 24.391 empresas comerciais e industriais, 1.052 empresas financeiras e 3.973 empresas cuja tributação é baseada no lucro presumido ou arbitrado ou de reduzida receita bruta.

O esquema de amostragem foi determinado para que a amostra fosse representativa por Região e Setor de Atividade. A população das empresas foi dividida em quatro regiões e 44 setores de atividade. Em cada um destes cruzamentos decidiu-se por uma amostragem estratificada, escolhendo-se a Receita Operacional (dez faixas) como variável de estratificação.<sup>44</sup>

Os dados disponíveis para cada empresa comercial ou industrial componente da amostra são os seguintes: demonstração de lucros e perdas, ativo imobilizado e cálculo do imposto a pagar.

- *Amostra das empresas referente ao ano de 1975:*

A amostra das declarações do ano de 1975 compõe-se de 37.217 empresas comerciais e industriais e 404 empresas financeiras.

O esquema de amostragem foi estabelecido de forma que a amostra fosse representativa por região fiscal e setor de atividade. A população das empresas foi dividida em 10 regiões fiscais e 38 setores de atividade. Em cada um destes cruzamen-

---

<sup>44</sup> Para maiores detalhes sobre o esquema de amostragem ver OLIVEIRA, J. T. et alii. *Sistematização das informações econômico-fiscais*. São Paulo, FIPE, 1974.

tos decidiu-se por uma amostragem estratificada, escolhendo-se a receita operacional (nove faixas) como variável de estratificação.<sup>45</sup>

Os dados disponíveis para cada empresa comercial ou industrial componente da amostra são os seguintes: demonstração de lucros e perdas, demonstração do capital de giro próprio e cálculo do imposto a pagar.

#### 4.1.2 Forma de Seleção das Empresas

Optamos pela eliminação das empresas financeiras, pois o conjunto de indicadores, objeto de nossa pesquisa, não apresentava nenhuma significância para este setor. Para que fosse possível a compatibilização dos dois anos em estudo, foram eliminados aqueles conjuntos de empresas que só se apresentavam na amostra referente ao ano de 1972, que são as empresas cuja tributação é baseada no lucro presumido ou arbitrado ou de reduzida receita bruta e as fundações, entidades e associações de fins não lucrativos.

Acreditamos, entretanto, que os dados utilizados são representativos da população das empresas comerciais e industriais, nos dois anos em análise, com exceção das empresas de reduzido porte, das entidades sem fins lucrativos e das empresas do setor agrícola.<sup>46</sup>

A existência de informações inconsistentes nestes arquivos do IRPJ, já constatada em pesquisa anterior,<sup>47</sup> que pode ser causada ou pelo preenchimento incorreto do declarante ou pela falha na transcrição dos dados, conduziu-nos à realização de testes para verificar a consistência interna dos dados de cada empresa componente da amostra.

Como a estrutura do formulário que as empresas preenchem, é tal que uma determinada informação é a soma de vários itens, e sendo que essa é transportada para outros campos, a metodologia do teste consistiu em recalculiar os totais pela soma dos itens que os compõem, verificando se o total calculado confere com o fornecido pela empresa e se confere com as várias transposições da mesma informação, permitindo-se uma pequena margem de erro. Este teste foi elaborado para aquelas partes do formulário que continham dados de nosso interesse, e a sua descrição encontra-se no anexo 1.

Como resultado do teste, selecionamos um conjunto de empresas cujas informações são definidas como consistentes, e as utilizamos em nossa pesquisa. As tabelas I a VIII, que se encontram no anexo 2, indicam a distribuição das empresas por classe de receita e setor de atividade, a distribuição das empresas selecionadas e a proporção das empresas selecionadas com relação ao total, para os dois anos e de acordo com a

<sup>45</sup> Para maiores detalhes sobre o esquema de amostragem ver: PROJETO matriz de fluxos de fundos [s.l.] MF/BACEN/FGV/FIPE, 1977.

<sup>46</sup> A maior parte das empresas agrícolas declara seus rendimentos na cédula G do Imposto de Renda Pessoa Física, já que a legislação faculta esta opção. Assim, pode-se concluir, desde já, que a representatividade deste setor é pequena.

<sup>47</sup> MARTONE, C. & FILARDO, M. L. R. *Metodologia e estimativa da poupança e investimento setoriais*. São Paulo, FIPE, 1976.

estratificação original da amostra.<sup>48</sup> Estas tabelas indicam, adicionalmente, qual o número de empresas existentes na população e sua representação na amostra.

A análise das tabelas indica-nos que para o ano de 1972 estamos trabalhando com 72% das empresas da amostra e no ano de 1975, com 60% das empresas.

Como estamos utilizando amostras que mesmo sendo compostas de número considerável de empresas são uma parcela daquelas, dimensionada estatisticamente, estudamos a distribuição das empresas excluídas com relação ao número total de empresas sorteadas em cada cruzamento (um cruzamento qualquer compõe-se das empresas da amostra que se encontram em determinada região, setor de atividade e classe de faturamento). O estudo não indicou que as excluídas se concentravam com regularidade em algum(ns) cruzamento(s) específico(s). Logo, concluímos que a eliminação delas não deve provocar problemas estatísticos adicionais, pois as empresas excluídas distribuem-se de forma aleatória.

Adicionalmente, pode-se verificar que eliminada uma parcela da amostra houve uma redução desta em cada cruzamento. Como consequência deste fato, para alguns cruzamentos, a amostra passou a ser insuficiente para estimar parâmetros com uma precisão prefixada. Mas como nosso interesse é estimar parâmetros para agregados destes cruzamentos, e para estes a amostra é a soma do tamanho de vários cruzamentos, concluímos que para estes novos agregados a amostra é suficiente para estimar os parâmetros escolhidos, com uma determinada precisão estatística desejada. Este fato pode ser comprovado estatisticamente, examinando-se as fórmulas de variância dos estimadores a partir de amostras estratificadas.<sup>49</sup>

#### 4.1.3 Forma de Agregação das Empresas Seleccionadas

As amostras disponíveis foram construídas a partir de uma estratificação da população das empresas, relevante do ponto de vista estatístico, pois o seu objetivo é minimizar o número de empresas que compõem a amostra sem perda de precisão estatística. Dada a finalidade de nossa pesquisa, muitas destas desagregações, derivadas do processo de estratificação da população, não são necessárias, e por isso optamos por agrupar os dados disponíveis conforme descreveremos a seguir.

Primeiramente, agregamos a Indústria em 24 setores de atividade.<sup>50</sup> A Agricultura, Comércio e Serviços estão agregados cada um respectivamente em um setor e, finalmente, temos o último setor, que se compõe das atividades diversas e não classificadas.<sup>51</sup> Esta agregação nos permitirá indicar as diferenças significantes entre setores no conjunto dos dados.

<sup>48</sup> Nestas tabelas já estão excluídas as empresas financeiras, as que declaram por lucro presumido ou arbitrado ou de reduzida receita e as fundações e associações de fins não lucrativos.

<sup>49</sup> Para maiores detalhes ver COCHRAN, W. G. *Técnicas de amostragem*. Rio de Janeiro, USAID, 1965.

<sup>50</sup> Dada a forma de construção das amostras, explicada em item anterior, é impossível trabalhar com classificação mais desagregada.

<sup>51</sup> Estamos supondo que a empresa declara corretamente a sua principal atividade econômica. De qualquer forma, neste nível de agregação diminui a possibilidade de incorreções na autotranscrição.

A forma selecionada para classificar as empresas por tamanho baseia-se em dados de faturamento. É razoável supor-se que o faturamento é um indicador de tamanho, na medida em que se correlaciona positivamente com outras medidas de tamanho, tais como patrimônio líquido, capital social e número de empregados.<sup>52</sup>

A nossa classificação de tamanho baseia-se no tamanho relativo da empresa, isto é, a classificação da empresa em determinada classe de tamanho depende de seu porte dentro do setor em comparação com o das outras do mesmo setor. Estudamos a distribuição do faturamento na população, por setor<sup>53</sup> e para os dois anos, e com base nesta definimos a empresa de tamanho médio. As empresas pequenas e médias (PM) são aquelas abaixo desta e as grandes (G), acima. Acreditamos que esta classificação seja suficiente para indicar algumas diferenças de comportamento das empresas derivadas da diversidade de tamanhos.

## 4.2 Apresentação e Análise do Conjunto de Indicadores

Determinado o conjunto das empresas com as quais iremos trabalhar e a sua forma de agregação, construímos conjuntos de indicadores cuja seleção dependeu das limitações impostas pelas informações disponíveis nas duas amostras de declarações do Imposto de Renda Pessoa Jurídica.

Os indicadores selecionados apresentam a composição e utilização dos recursos próprios, a forma de distribuição de resultados, o grau de utilização de recursos de terceiros, a rentabilidade do patrimônio líquido, a rotação dos ativos, a taxa de crescimento da empresa e, finalmente, o peso de nossos setores para alguns itens de maior importância, tais como investimento líquido e lucro líquido, para os vários setores e as duas classes de tamanho.

O objetivo da construção deste conjunto de indicadores é pesquisar, através da análise de evidências empíricas, a forma de divisão entre recursos próprios e de terceiros no financiamento do investimento, verificando se há diferenças significantes entre setores e tamanhos de empresas, na utilização das várias fontes de recursos.

Pode-se esperar que os resultados empíricos da divisão das empresas entre vários setores reflitam uma característica da economia brasileira, onde o estímulo ao crescimento de determinada atividade econômica se faz através de múltiplos incentivos, o que torna a história de cada setor relativamente típica e dificulta a comparação entre setores, pois o comportamento de algum setor particular, num momento do tempo, depende de todos os estímulos fiscais e creditícios que ele recebeu e, portanto, o diferencia dos outros.

A divisão das empresas por tamanho pretende verificar se empresas de diferentes portes possuem comportamento diferenciado com relação aos parâmetros pesquisados.

---

<sup>52</sup> A afirmação de autores, como Baumol que indicam ser a maximização da receita de vendas o principal objetivo da empresa, reforça a utilização do faturamento como medida de tamanho.

<sup>53</sup> Este estudo foi realizado com base nos dados contidos no relatório *Imposto de Renda Pessoa Jurídica*, publicado pelo Centro de Informações Econômico-Fiscais do Ministério da Fazenda.

A existência deste comportamento indica que a forma de acesso aos mercados financeiro e acionário, além de diferir entre setores, difere também por causa do tamanho. É razoável esperar-se que o tamanho da empresa, independente do setor em que ela se situe, seja característica determinante do grau de acesso ao mercado de capitais e da forma assumida pela divisão das fontes de financiamento.<sup>54</sup>

#### 4.2.1 Indicadores de Geração e Utilização de Recursos Próprios

A determinação e a análise da composição dos fluxos de recursos próprios gerados pela empresa<sup>55</sup> são de grande relevância, pois estes recursos irão financiar as operações futuras das empresas, de forma complementar ou substitutiva dos recursos de terceiros.

Definimos recursos próprios gerados pela empresa no período, ou sua poupança, limitados pelos dados disponíveis, como sendo a soma dos lucros retidos mais as depreciações e amortizações e menos a receita ou mais a despesa oriunda da manutenção do capital de giro próprio. Estes dois últimos componentes são assim considerados, pois representam receitas ou despesas que não geram uma entrada ou saída efetiva de caixa. Só representam um custo econômico, não o sendo do ponto de vista financeiro. O montante de recursos próprios que a empresa possui para se autofinanciar é um problema financeiro.

A tabela 6, a seguir, indica quais são os ajustes necessários para se chegar à estimativa dos recursos próprios gerados pela empresa. Verifica-se que os itens por nós selecionados representam parcela ponderável destes recursos nos vários anos.

Os indicadores da composição e utilização dos recursos próprios apresentados nas tabelas 7 e 8, para os anos de 1972 e 1975, são os seguintes:

- *Lucro retido/poupança (LR/S)*: indica qual a participação dos lucros retidos nos recursos próprios gerados pela empresa no período em análise. Consideramos o lucro retido como sendo o lucro líquido após o pagamento do Imposto de Renda do exercício — pois é encargo que a empresa já assumiu, embora o pagamento ainda não tenha sido realizado — e após a distribuição de resultados a acionistas, diretores e empregados. São consideradas as despesas (ou as receitas) pela manutenção do capital de giro próprio.

- *Depreciações e amortizações/poupança (DEPR/S)*: indica qual a participação das Depreciações e Amortizações nos Recursos Próprios gerados pela empresa. Conside-

<sup>54</sup> Há muitas evidências empíricas neste sentido. Ver: GONÇALVES, C. E. N. *A pequena e média empresa na estrutura industrial brasileira, 1949-1970*. Campinas, UNICAMP, 1976; DOBROVOLSKY, S. P. *Corporate income retention 1915-43*. New York, National Bureau of Economic Research, 1951; SUZIGAN, W. et alii. *Financiamento de projetos...* e TEIXEIRA JR., W. *Um estudo da política de financiamento das empresas no Brasil na década de 70*. São Paulo, FEA, 1977.

<sup>55</sup> Na nossa definição, os recursos obtidos pela venda de novas ações são considerados como recursos de terceiros, pois, embora seja um recurso que irá se incorporar ao não exigível da empresa, é poupança de outros setores ou mesmo de outras empresas.

Tabela 6 — Discriminação da composição proporcional dos recursos próprios para amostra de grandes empresas nacionais (14 empresas)

COMPONENTES	1970	1971	1972	1973	1974	1975
<b>LUCRO RETIDO</b>	0,59	0,69	0,70	0,79	0,75	0,72
(+) Custos que não representam saída de caixa:						
Depreciações e amortizações	0,45	0,32	0,32	0,22	0,25	0,32
Amortizações insuficientes de depreciações (DL 1.302)	—	—	—	—	0,07	0,05
Efeitos inflacionários sobre o capital de giro positivo	0,01	—	—	—	—	—
Prejuízo na venda de imobilizado	—	—	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Receitas que não representam entrada de caixa:						
efeitos inflacionários sobre o capital de giro negativo	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,03)	(0,05)
Lucro na venda de imobilizado	(0,00)	—	—	(0,00)	—	(0,00)
Bonificações em ações	(0,04)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,04)	(0,04)

Nota: Esta tabela foi elaborada a partir dos dados levantados e da metodologia apresentada por TEIXEIRA JR., W. Op. cit.

ramos como depreciações e amortizações aquelas referentes aos custos de produção e de administração da empresa, sujeitos à depreciação.

- *Despesa ou receita da manutenção do capital de giro próprio/poupança (MCGP/S)*: indica a participação dos efeitos inflacionários da manutenção do capital de giro próprio com relação à poupança. É considerado como despesa ou receita de manutenção do capital de giro próprio a correção monetária do capital de giro próprio positivo ou negativo.

- *Poupança/investimento bruto (S/IB)*: indica o grau de auto-suficiência da empresa para financiar suas despesas com investimento em capital fixo. Como investimento bruto consideramos a variação do ativo fixo operacional, entre dois anos consecutivos, a valores históricos.

A análise das tabelas, que apresentam os indicadores, mostra-nos que há certos padrões de regularidade com relação ao tamanho da empresa. Isto é, as empresas pequenas e médias situam-se persistentemente acima ou abaixo, dependendo do indicador, da média do seu setor para uma grande parcela dos setores.



Tabela 7 — Indicadores da geração e utilização dos recursos próprios — 1972

SETORES		INDICADORES			
		LR/S	DEPR/S	MCGP/S	S/IB
1. Extração e tratamento de minerais	PM	0,4838	0,4179	0,0982	0,314
	G	0,5560	0,3639	0,0800	0,551
	T	0,5501	0,3684	0,0815	0,518
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,5487	0,4000	0,0514	0,534
	G	0,3619	0,4223	0,2158	0,632
	T	0,3718	0,4211	0,2071	0,626
3. Ind. metalúrgica	PM	0,6819	0,2060	0,1121	0,526
	G	0,3949	0,3961	0,2091	0,865
	T	0,4150	0,3827	0,2022	0,828
4. Ind. mecânica	PM	0,7481	0,1959	0,0560	0,933
	G	0,6201	0,2009	0,1790	1,602
	T	0,6283	0,2006	0,1712	1,532
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,6388	0,2438	0,1175	0,850
	G	0,4394	0,3102	0,2504	1,179
	T	0,4519	0,3060	0,2421	1,151
6. Ind. de material de transporte	PM	0,5506	0,3181	0,1313	0,803
	G	0,3604	0,4928	0,1468	1,278
	T	0,3709	0,4832	0,1460	1,238
7. Ind. da madeira	PM	0,6926	0,2904	0,0170	0,931
	G	0,6093	0,2308	0,1599	1,422
	T	0,6153	0,2351	0,1496	1,370
8. Ind. do mobiliário	PM	0,5873	0,2885	0,1242	0,294
	G	0,5910	0,1998	0,2092	0,885
	T	0,5908	0,2041	0,2050	0,807
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,7273	0,1845	0,0881	0,131
	G	0,2665	0,5355	0,1981	0,581
	T	0,3266	0,4897	0,1837	0,627
10. Ind. da borracha	PM	0,6716	0,3119	0,0165	0,413
	G	0,4088	0,3633	0,2279	0,800
	T	0,4160	0,3619	0,2221	0,781

(continua)

Tabela 7 — continuação

SETORES		INDICADORES			
		LR/S	DEPR/S	MCGP/S	S/IB
11. Ind. de couros e peles	PM	0,8455	0,1036	0,0509	2,343
	G	0,6570	0,1743	0,1687	1,791
	T	0,6783	0,1663	0,1554	1,841
12. Ind. química	PM	0,5747	0,2448	0,1805	0,467
	G	0,2785	0,5236	0,1979	0,670
	T	0,3230	0,4817	0,1953	0,629
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,2698	0,4004	0,3298	0,850
	G	0,4159	0,3117	0,2723	1,944
	T	0,4033	0,3164	0,2754	1,821
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,7925	0,1157	0,0919	1,789
	G	0,4852	0,2088	0,3060	1,431
	T	0,5138	0,2001	0,2861	1,459
15. Ind. de material plástico	PM	0,6420	0,3580	0,0000	0,644
	G	0,5129	0,3498	0,1373	0,879
	T	0,5321	0,3510	0,1169	0,835
16. Ind. têxtil	PM	-2,8312	2,3546	1,4766	0,058
	G	0,2437	0,5568	0,1995	0,596
	T	0,2112	0,5758	0,2130	0,544
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,8930	0,0742	0,0328	1,092
	G	0,6578	0,1705	0,1717	1,300
	T	0,6893	0,1576	0,1531	1,268
18. Ind. de produtos alimentares	PM	-0,4655	0,2241	1,2414	0,368
	G	0,5215	0,3634	0,1151	0,830
	T	0,4540	0,3538	0,1922	0,764
19. Ind. de bebidas	PM	0,7078	0,2414	0,0508	0,691
	G	0,2838	0,4883	0,2279	0,709
	T	0,3092	0,4735	0,2173	0,709
20. Ind. de fumo	PM	0,5624	0,3262	0,1114	2,119
	G	0,7429	0,2571	0,0000	2,062
	T	0,7370	0,2593	0,0036	2,065

(continua)

Tabela 7 — continuação

SETORES		INDICADORES			
		LR/S	DEPR/S	MCGP/S	S/IB
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,6740	0,1978	0,1282	0,435
	G	0,4726	0,2901	0,2373	1,175
	T	0,4839	0,2849	0,2312	1,074
22. Indústrias diversas	PM	0,8856	0,0720	0,0425	2,469
	G	0,8317	0,0779	0,0904	3,345
	T	0,8335	0,0777	0,0888	3,306
23. Ind. de utilidade pública	PM	0,0735	0,6998	0,2267	0,063
	G	0,6146	0,3662	0,0193	0,431
	T	0,6044	0,3725	0,0232	0,389
24. Ind. de construção	PM	0,5986	0,2525	0,1489	0,671
	G	0,6126	0,2404	0,1470	0,627
	T	0,6113	0,2415	0,1471	0,631
A — Indústria	PM	0,4931	0,2940	0,2128	0,405
	G	0,4986	0,3578	0,1436	0,741
	T	0,4982	0,3537	0,1481	0,703
B — Agricultura e criação animal	PM	1,6190	-0,5597	-0,0593	-0,140
	G	0,6192	0,3100	0,0708	0,962
	T	0,5459	0,3738	0,0803	0,611
C — Serviços	PM	0,7157	0,2764	0,0079	1,305
	G	0,6342	0,3389	0,0269	0,581
	T	0,6417	0,3332	0,0251	0,613
D — Comércio	PM	-0,7750	0,7157	1,0593	0,132
	G	0,6387	0,1365	0,2248	1,504
	T	0,6146	0,1464	0,2390	1,278
E — Diversos	PM	0,5935	0,3600	0,0465	0,474
	G	0,7204	0,1689	0,1107	0,958
	T	0,7081	0,1873	0,1045	0,872
Total	PM	0,4859	0,3168	0,1973	0,415
	G	0,5427	0,3177	0,1395	0,779
	T	0,5392	0,3177	0,1432	0,739

Tabela 8 — Indicadores da geração e utilização dos recursos próprios — 1975

SETORES		INDICADORES			
		LR/S	DEPR/S	MCGP/S	S/IB
1. Extração e tratamento de minerais	PM	-0,6973	1,5219	0,1753	0,267
	G	0,5493	0,4090	0,0417	4,425
	T	0,4579	0,4906	0,0515	2,066
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,7209	0,2367	0,0424	0,807
	G	0,4912	0,3245	0,1843	1,048
	T	0,5044	0,3195	0,1761	1,030
3. Ind. metalúrgica	PM	0,6483	0,1568	0,1949	1,158
	G	0,5572	0,2223	0,2205	0,910
	T	0,5648	0,2169	0,2184	0,926
4. Ind. mecânica	PM	0,6703	0,1356	0,1941	1,254
	G	0,6002	0,1805	0,2193	1,315
	T	0,6081	0,1755	0,2165	1,308
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,6359	0,1391	0,2250	0,882
	G	0,4342	0,2126	0,3532	1,592
	T	0,4578	0,2040	0,3382	1,454
6. Ind. de material de transporte	PM	0,5871	0,2186	0,1943	0,290
	G	0,2681	0,5313	0,2006	1,263
	T	0,2882	0,5117	0,2002	1,043
7. Ind. da madeira	PM	0,5372	0,2265	0,2363	0,989
	G	0,5297	0,2112	0,2592	1,104
	T	0,5304	0,2126	0,2570	1,093
8. Ind. do mobiliário	PM	0,7852	0,1252	0,0896	1,529
	G	0,6686	0,1627	0,1687	1,280
	T	0,6873	0,1567	0,1561	1,314
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,1575	0,4836	0,3589	0,368
	G	0,2751	0,5492	0,1757	0,634
	T	0,2707	0,5468	0,1825	0,618
10. Ind. da borracha	PM	0,6780	0,1775	0,1445	1,093
	G	0,7320	0,1937	0,0742	1,935
	T	0,7291	0,1928	0,0780	1,857

(continua)

Tabela 8 — continuação

SETORES		INDICADORES			
		LR/S	DEPR/S	MCGP/S	S/IB
11. Ind. de couros e peles	PM	0,6916	0,1453	0,1632	0,932
	G	0,4619	0,1972*	0,3409	1,727
	T	0,4828	0,1924	0,3248	1,602
12. Ind. química	PM	0,6198	0,1313	0,2489	1,079
	G	0,7270	0,1118	0,1612	0,866
	T	0,7233	0,1124	0,1643	0,872
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,6251	0,1514	0,2235	1,287
	G	0,3205	0,1906	0,4888	1,311
	T	0,3697	0,1843	0,4460	1,307
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,5363	0,2120	0,2517	1,619
	G	0,2620	0,1570	0,5810	1,744
	T	0,2954	0,1637	0,5409	1,728
15. Ind. de material plástico	PM	0,7100	0,1779	0,1121	0,682
	G	0,4480	0,2707	0,2813	1,343
	T	0,4645	0,2649	0,2706	1,266
16. Ind. têxtil	PM	0,6011	0,2850	0,1138	0,894
	G	0,2847	0,4831	0,2322	0,701
	T	0,3458	0,4448	0,2094	0,731
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,7282	0,0831	0,1887	2,078
	G	0,5767	0,1856	0,2377	1,626
	T	0,5896	0,1769	0,2335	1,657
18. Ind. de produtos alimentares	PM	0,7057	0,1476	0,1468	1,108
	G	0,6102	0,2353	0,1545	1,007
	T	0,6192	0,2270	0,1538	1,016
19. Ind. de bebidas	PM	0,5761	0,2532	0,1707	1,291
	G	0,2528	0,3992	0,3480	0,746
	T	0,2853	0,3845	0,3302	0,779
20. Ind. de fumo	PM	0,6996	0,0925	0,2079	0,955
	G	0,5174	0,1003	0,3823	2,662
	T	0,5179	0,1003	0,3818	2,648

(continua)

Tabela 8 — continuação

SETORES		INDICADORES			
		LR/S	DEPR/S	MCGP/S	S/IB
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,5846	0,2554	0,1600	0,780
	G	0,4869	0,2930	0,2201	1,401
	T	0,4974	0,2889	0,2136	1,290
22. Indústrias diversas	PM	0,8246	0,0591	0,1163	2,329
	G	0,5009	0,1737	0,3254	1,487
	T	0,5178	0,1677	0,3145	1,516
23. Ind. de utilidade pública	PM	0,0511	-0,1941	1,1430	-0,109
	G	0,5124	0,4813	0,0063	0,175
	T	0,6449	0,6753	-0,3202	0,100
24. Ind. de construção	PM	0,5138	0,3826	0,1036	1,881
	G	0,7480	0,2084	0,0436	0,592
	T	0,6839	0,2561	0,0600	0,729
A — Indústria	PM	0,6559	0,2720	0,0721	0,504
	G	0,5650	0,2439	0,1911	0,845
	T	0,5722	0,2461	0,1817	0,802
B — Agricultura e criação animal	PM	0,6600	0,2300	0,1099	0,384
	G	0,7489	0,2103	0,0408	0,423
	T	0,7361	0,2132	0,0508	0,417
C — Serviços	PM	0,9036	0,0767	0,0196	0,320
	G	0,6682	0,3346	-0,0027	0,491
	T	0,7857	0,2059	0,0084	0,851
D — Comércio	PM	0,6621	0,0628	0,2751	1,399
	G	0,5614	0,1042	0,3345	1,470
	T	0,5909	0,0920	0,3171	1,448
E — Diversos	PM	-0,0629	0,5222	0,5407	4,012
	G	0,6435	0,1739	0,1826	2,019
	T	0,4716	0,2586	0,2698	2,297
Total	PM	0,7705	0,1286	0,1009	1,156
	G	0,5781	0,2338	0,1882	0,823
	T	0,6150	0,2136	0,1714	0,871

A tabela 9 apresenta os resultados empíricos de uma análise de regressão, realizada para as empresas classificadas por tamanho. A análise de regressão através da utilização de uma variável "Dummie" nos indicará se o tamanho é variável explicativa do comportamento de determinado indicador. Deve-se interpretar o coeficiente de explicação de forma cuidadosa, pois não pretendemos que o tamanho seja a única variável explicativa do padrão de comportamento dos indicadores, nem tampouco utilizarmos da regressão para previsões. É razoável supor-se que existam outras variáveis explicativas, tais como a forma de controle do capital, a fase de sua história em que se encontra a empresa e outros fatores que influenciam cada indicador especificamente, de maneira que muitos dos nossos resultados apresentam baixos coeficientes de explicação.

Tabela 9 — Teste de significância da diferença entre empresas PM e G para os indicadores de geração e utilização dos recursos próprios

VARIÁVEL DEPENDENTE	CONSTANTE	COEFICIENTE DA VARIÁVEL INDEPENDENTE	R <sup>2</sup>	FONTE	SETORES CONSIDERADOS
LR/S (1972)	0,429	0,143 (3,137) ***	0,16	tabela 7	todos, exceto 18, D
LR/S (1975)	0,331	0,338 (1,560)	0,04	tabela 8	todos
LR/S (1975)	0,440	0,120 (5,084) ***	0,35	tabela 8	todos, exceto 1, 23, E
DEPR/S (1972)	0,515	-0,031 (0,792)	0,01	tabela 7	todos, exceto B
DEPR/S (1975)	0,590	-0,180 (2,701) ***	0,12	tabela 8	todos
MCGP/S (1972)	0,790	-0,580 (1,997) *	0,07	tabela 7	todos
MCGP/S (1975)	0,517	-0,033 (0,622)	0,01	tabela 8	todos, exceto C
S/IB (1972)	0,646	-0,291 (6,189) ***	0,42	tabela 7	todos
S/IB (1975)	0,618	-0,236 (2,082) **	0,07	tabela 8	todos

\* Significante a 10%.

\*\* Significante a 5%.

\*\*\* Significante a 1%.

Na análise de regressão, utilizamos um modelo de regressão linear simples, com uma variável "Dummie" como variável independente (de valor um para as empresas pequenas e médias e zero para as grandes) e como variável dependente os nossos indicadores transformados proporcionalmente, pois seus níveis absolutos, determinados pela estrutura do setor, não interessam à nossa análise, já que estamos pesquisando apenas o papel do tamanho da empresa na causação de padrões de regularidade. A mesma análise será feita para os outros conjuntos de indicadores, apresentados nas subseções seguintes.

A análise dos resultados da tabela 9 indica que a participação do lucro retido na formação dos recursos próprios é maior nas empresas pequenas e médias do que nas grandes, para os dois períodos. A participação das depreciações e amortizações apresenta comportamento regular nos dois períodos, mas estatisticamente significativa apenas para 1975, e verifica-se que a participação destas na poupança é menor nas empresas pequenas e médias do que nas grandes. A manutenção do capital de giro próprio com relação à poupança apresenta regularidade para os dois anos, mas é estatisticamente significativa apenas para 1972, sendo menor para as empresas pequenas e médias do que para as grandes.

A capacidade que os recursos próprios tem em financiar as despesas com investimento em capital fixo é menor nas empresas pequenas e médias do que nas grandes, sendo esta característica mais acentuada para o ano de 1972 e significativa para os dois períodos.

Assim, pode-se concluir que os recursos próprios das empresas compõem-se de forma diferente em função do tamanho da empresa e que a capacidade potencial de autofinanciamento também difere por tamanho, sendo maior para as empresas grandes. Se quanto maior é o porte da empresa maior é a sua capacidade de autofinanciamento e, portanto, maior a sua independência do sistema financeiro para suprimento de crédito principalmente de longo prazo, é razoável estabelecer-se que sua necessidade de outras fontes de recursos é também relativamente mais limitada.

Deve-se observar que os resultados por nós apresentados sobre a maior capacidade de autofinanciamento das grandes empresas não é conflitante com o de pesquisas que indicam o crescente endividamento das empresas, neste período, baseadas em amostras de grandes empresas.<sup>56</sup>

A medida proposta, isto é, a divisão dos recursos próprios pelas despesas com investimento em capital fixo indica qual seria em *potencial* a capacidade da empresa em se autofinanciar. Uma elevada capacidade potencial de autofinanciamento não exclui a utilização prioritária de recursos financeiros de terceiros como forma de financiamento, fazendo com que a empresa apresente alto nível de endividamento refletido pela sua estrutura de capital. Principalmente no caso brasileiro, onde o sistema financeiro apresenta ampla gama de incentivos creditícios, assim como possibilidades de aplicação de recursos (próprios ou de terceiros tomados a baixo custo) à taxa de juros de mercado.

<sup>56</sup> Ver, por exemplo, GLAT, M. *A descapitalização*...



## 4.2.2 Indicadores da Distribuição de Resultado

O objetivo deste subconjunto de indicadores é mostrar qual a forma de divisão do resultado da empresa entre a parcela retida e a distribuída a acionistas, sócios, diretores e empregados, e verificar se há diferenças entre setores e tamanhos.

Os indicadores de distribuição de resultados, apresentados nas tabelas 10 e 11 para os anos de 1972 e 1975, são os seguintes:

- *Lucro retido/lucro líquido (LR/LL)*: indica a parcela do lucro gerado nas operações normais da empresa que fica retida. Consideramos o lucro retido da mesma forma que definimos anteriormente. O lucro líquido é definido como sendo aquele após o pagamento do Imposto de Renda e consideradas as despesas (ou as receitas) pela manutenção do capital de giro próprio.
- *Dividendo/lucro líquido (DIV/LL)*: indica a parcela do lucro gerado que é distribuída em forma de dividendos ou lucros creditados.
- *Distribuição a diretores e empregados/lucro líquido (DISTR/LL)*: indica a parcela do lucro gerado que é distribuída a diretores e empregados.
- *Dividendo/patrimônio líquido (DIV/PL)*: indica quanto as distribuições de dividendos ou lucros creditados significam em relação ao patrimônio líquido da empresa. O patrimônio líquido é a soma de capital e reservas — não fizemos os ajustes necessários, quais sejam: os lucros à disposição da assembléia, prejuízos sociais e capital a realizar, por não estarem disponíveis as informações. Este indicador não é calculado para o ano de 1972, pois não dispomos de dados.

Deve ser feita uma observação sobre os resultados numéricos apresentados a seguir, para esclarecimento de seu significado. O quociente entre o lucro retido e lucro líquido pode apresentar valor maior que a unidade devido à forma de construção do indicador, pois o resultado final é a soma dos lucros retidos dividida pela soma dos lucros líquidos para todas aquelas empresas componentes de um determinado setor de atividade e tamanho, sendo portanto suficiente que algumas empresas, de peso no cruzamento, apresentem prejuízo para que o denominador da fração diminua muito, tornando o resultado final maior que a unidade. Este resultado só não pode ocorrer para o total da indústria e para o total geral.

A análise da tabela 12 nos indica que a parcela do lucro retido com relação ao lucro líquido é maior para as empresas pequenas e médias do que para as grandes, no ano de 1975. Esta evidência não se verifica de forma estatisticamente significativa, no ano de 1972. Quanto à distribuição de dividendos, não há evidência empírica de que as empresas pequenas e médias comportem-se de forma diferente das grandes. Mas com relação às distribuições a diretores e empregados, verifica-se que as empresas pequenas e médias destinam uma parcela menor de seus resultados para este fim do que as grandes.

Tabela 10 — Indicadores da distribuição de resultado — 1972

SETORES		INDICADORES		
		LR/LL	DIV/LL	DISTR/LL
1. Extração e tratamento de minerais	PM	0,8185	0,1541	0,0274
	G	0,7492	0,2357	0,0151
	T	0,7539	0,2302	0,0159
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,8744	0,1256	0,0000
	G	0,7441	0,2284	0,0275
	T	0,7529	0,2215	0,0256
3. Ind. metalúrgica	PM	0,7302	0,2169	0,0530
	G	0,6752	0,2805	0,0443
	T	0,6812	0,2736	0,0452
4. Ind. mecânica	PM	0,6319	0,3473	0,0207
	G	0,8570	0,1207	0,0223
	T	0,8343	0,1436	0,0221
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,8242	0,1337	0,0421
	G	0,5952	0,3870	0,0178
	T	0,6102	0,3704	0,0194
6. Ind. de material de transporte	PM	0,8869	0,0910	0,0221
	G	0,6051	0,3714	0,0235
	T	0,6213	0,3553	0,0234
7. Ind. da madeira	PM	0,7802	0,2198	0,0000
	G	0,8297	0,1548	0,0155
	T	0,8254	0,1604	0,0142
8. Ind. do mobiliário	PM	0,6437	0,3563	0,0000
	G	0,7335	0,2444	0,0221
	T	0,7286	0,2505	0,0209
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,8281	0,1719	0,0000
	G	0,7004	0,2692	0,0304
	T	0,7333	0,2442	0,0226
10. Ind. da borracha	PM	0,5513	0,4061	0,0426
	G	0,5093	0,4728	0,0179
	T	0,5110	0,4701	0,0189

(continua)

Tabela 10 — continuação

SETORES		INDICADORES		
		LR/LL	DIV/LL	DISTR/LL
11. Ind. de couros e peles	PM	0,9117	0,0883	0,0000
	G	0,7992	0,1535	0,0473
	T	0,8133	0,1454	0,0414
12. Ind. química	PM	0,7259	0,2580	0,0161
	G	0,6137	0,3313	0,0551
	T	0,6401	0,3140	0,0459
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,3650	0,6030	0,0320
	G	0,7844	0,2127	0,0029
	T	0,7544	0,2407	0,0049
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,9799	0,0201	0,0000
	G	0,5457	0,3788	0,0755
	T	0,5828	0,3482	0,0690
15. Ind. de material plástico	PM	0,9303	0,0697	0,0000
	G	0,7602	0,2051	0,0348
	T	0,7859	0,1846	0,0295
16. Ind. têxtil	PM	1,1062	-0,1062	0,0000
	G	0,5080	0,4159	0,0762
	T	0,4718	0,4474	0,0808
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,8714	0,1286	0,0000
	G	0,8552	0,1245	0,0202
	T	0,8580	0,1252	0,0168
18. Ind. de produtos alimentares	PM	2,6421	-1,6421	0,0000
	G	0,7770	0,1986	0,0243
	T	0,7404	0,2348	0,0248
19. Ind. de bebidas	PM	0,8601	0,1299	0,0100
	G	0,3471	0,5432	0,1097
	T	0,3780	0,5183	0,1037
20. Ind. de fumo	PM	0,8589	0,1411	0,0000
	G	0,4420	0,5580	0,0000
	T	0,4475	0,5525	0,0000

(continua)

Tabela 10 — continuação

SETORES		INDICADORES		
		LR/LL	DIV/LL	DISTR/LL
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,5220	0,4780	0,0000
	G	0,7295	0,2399	0,0306
	T	0,7076	0,2650	0,0274
22. Indústrias diversas	PM	0,7017	0,2883	0,0099
	G	0,5220	0,4678	0,0102
	T	0,5267	0,4630	0,0102
23. Ind. de utilidade pública	PM	0,1156	0,7803	0,1041
	G	0,5560	0,4058	0,0382
	T	0,5512	0,4099	0,0389
24. Ind. de construção	PM	0,8125	0,1741	0,0134
	G	0,8749	0,0971	0,0281
	T	0,8690	0,1043	0,0267
A — Indústria	PM	0,7039	0,2712	0,0249
	G	0,6589	0,3114	0,0298
	T	0,6616	0,3089	0,0295
B — Agricultura e criação animal	PM	1,2478	-0,2478	0,0000
	G	0,7766	0,1700	0,0533
	T	0,7177	0,2223	0,0600
C — Serviços	PM	0,6754	0,3237	0,0008
	G	0,8440	0,1434	0,0126
	T	0,8229	0,1660	0,0111
D — Comércio	PM	-0,2215	1,2193	0,0021
	G	0,7924	0,1875	0,0201
	T	0,7214	0,2597	0,0189
E — Diversos	PM	0,4384	0,5616	0,0000
	G	0,8353	0,1447	0,0200
	T	0,7783	0,2045	0,0171
Total	PM	0,5403	0,4450	0,0147
	G	0,7068	0,2669	0,0263
	T	0,6947	0,2798	0,0255

Tabela 11 — Indicadores da distribuição de resultado — 1975

SETORES		INDICADORES			
		LR/LL	DIV/LL	DISTR/LL	DIV/PL
1. Extração e tratamento de minerais	PM	1,2221	-0,1868	-0,0353	0,0059
	G	0,4093	0,5896	0,0011	0,1620
	T	0,3811	0,6166	0,0023	0,1269
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,8504	0,1480	0,0016	0,0231
	G	0,8537	0,1197	0,0265	0,0148
	T	0,8534	0,1221	0,0245	0,0154
3. Ind. metalúrgica	PM	0,8726	0,1235	0,0039	0,0252
	G	0,8092	0,1729	0,0179	0,0280
	T	0,8148	0,1685	0,0167	0,0278
4. Ind. mecânica	PM	0,8980	0,0999	0,0021	0,0217
	G	0,8331	0,1487	0,0182	0,0284
	T	0,8406	0,1430	0,0163	0,0277
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,8909	0,1067	0,0024	0,0181
	G	0,8213	0,1633	0,0153	0,0202
	T	0,8319	0,1547	0,0134	0,0199
6. Ind. de material de transporte	PM	0,8564	0,1393	0,0042	0,0193
	G	0,7604	0,2205	0,0192	0,0206
	T	0,7715	0,2111	0,0174	0,0205
7. Ind. da madeira	PM	0,8733	0,1262	0,0005	0,0138
	G	0,8729	0,1118	0,0153	0,0110
	T	0,8729	0,1132	0,0139	0,0112
8. Ind. do mobiliário	PM	0,8712	0,1288	0,0000	0,0343
	G	0,8910	0,1044	0,0046	0,0217
	T	0,8873	0,1090	0,0037	0,0236
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,4882	0,5118	0,0000	0,0155
	G	0,6825	0,2982	0,0193	0,0141
	T	0,6767	0,3046	0,0187	0,0141
10. Ind. da borracha	PM	0,8894	0,0943	0,0163	0,0184
	G	0,7259	0,2715	0,0027	0,0827
	T	0,7326	0,2641	0,0032	0,0787

(continua)

Tabela 11 — continuação

SETORES		INDICADORES			
		LR/LL	DIV/LL	DISTR/LL	DIV/PL
11. Ind. de couros e peles	PM	0,9197	0,0803	0,0000	0,0184
	G	0,8637	0,1267	0,0096	0,0131
	T	0,8707	0,1209	0,0084	0,0134
12. Ind. química	PM	0,8116	0,1780	0,0104	0,0304
	G	0,9446	0,0492	0,0062	0,0117
	T	0,9400	0,0536	0,0064	0,0126
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,8927	0,0896	0,0177	0,0133
	G	0,8675	0,0996	0,0330	0,0067
	T	0,8742	0,0969	0,0289	0,0077
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,8413	0,1026	0,0561	0,0125
	G	0,3801	0,5965	0,0233	0,0804
	T	0,4325	0,5405	0,0270	0,0720
15. Ind. de material plástico	PM	0,9007	0,0993	0,0000	0,0208
	G	0,8531	0,1164	0,0305	0,0143
	T	0,8575	0,1148	0,0277	0,0147
16. Ind. têxtil	PM	0,7605	0,2339	0,0056	0,0265
	G	0,5250	0,4212	0,0538	0,0322
	T	0,5859	0,3728	0,0413	0,0312
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,8377	0,1615	0,0009	0,0354
	G	0,8707	0,0989	0,0303	0,0161
	T	0,8671	0,1058	0,0271	0,0177
18. Ind. de produtos alimentares	PM	0,8934	0,1055	0,0011	0,0168
	G	0,8396	0,1431	0,0173	0,0204
	T	0,8451	0,1393	0,0157	0,0201
19. Ind. de bebidas	PM	0,9338	0,0634	0,0029	0,0076
	G	0,4077	0,4544	0,1379	0,0304
	T	0,4603	0,4153	0,1244	0,0291
20. Ind. de fumo	PM	0,9043	0,0337	0,0620	0,0075
	G	0,7254	0,2712	0,0034	0,0547
	T	0,7260	0,2704	0,0036	0,0546

(continua)

Tabela 11 — continuação

SETORES		INDICADORES			
		LR/LL	DIV/LL	DISTR/LL	DIV/PL
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,8356	0,1374	0,0271	0,0196
	G	0,7577	0,2255	0,0167	0,0250
	T	0,7668	0,2153	0,0179	0,0245
22. Indústrias diversas	PM	0,8009	0,1991	0,0000	0,0507
	G	0,8396	0,1431	0,0174	0,0186
	T	0,8362	0,1479	0,0159	0,0201
23. Ind. de utilidade pública	PM	-2,3332	2,9378	0,3954	0,0090
	G	0,3003	0,6470	0,0527	0,0753
	T	0,2928	0,6536	0,0536	0,0688
24. Ind. de construção	PM	0,8985	0,1000	0,0015	0,0126
	G	0,8687	0,0986	0,0328	0,0129
	T	0,8746	0,0989	0,0265	0,0129
A — Indústria	PM	0,8498	0,1444	0,0058	0,0190
	G	0,7920	0,1877	0,0203	0,0280
	T	0,7969	0,1840	0,0191	0,0271
B — Agricultura e criação animal	PM	0,8633	0,1367	0,0000	0,0048
	G	0,8888	0,1034	0,0078	0,0107
	T	0,8854	0,1079	0,0067	0,0088
C — Serviços	PM	0,6096	0,3900	0,0004	0,1185
	G	0,8377	0,1463	0,0160	0,0164
	T	0,6896	0,3045	0,0059	0,0578
D — Comércio	PM	0,8405	0,1380	0,0215	0,0180
	G	0,8379	0,1448	0,0173	0,0220
	T	0,8387	0,1426	0,0187	0,0206
E — Diversos	PM	1,5950	-0,5253	-0,0697	0,0024
	G	0,8905	0,1032	0,0062	0,0204
	T	0,8780	0,1145	0,0076	0,0125
Total	PM	0,6951	0,2998	0,0051	0,0598
	G	0,8053	0,1756	0,0192	0,0251
	T	0,7758	0,2088	0,0154	0,0323

Tabela 12 — Teste de significância da diferença entre empresas PM e G para os indicadores da distribuição de resultado

VARIÁVEL DEPENDENTE	CONSTANTE	COEFICIENTE DA VARIÁVEL INDEPENDENTE	R <sup>2</sup>	FONTE	SETORES CONSIDERADOS
LR/LL (1972)	0,508	-0,016 (0,285)	0,00	tabela 10	todos
LR/LL (1975)	0,445	0,111 (2,988) *	0,14	tabela 11	todos
DIV/LL (1972)	0,531	-0,062 (0,781)	0,01	tabela 10	todos, exceto B
DIV/LL (1975)	0,541	-0,081 (1,044)	0,02	tabela 11	todos
DISTR/LL (1972)	0,750	-0,501 (6,198) *	0,42	tabela 10	todos
DISTR/LL (1975)	0,692	-0,384 (3,805) *	0,21	tabela 11	todos

\* Significante a 1%.

#### 4.2.3 Indicadores de Utilização dos Recursos de Terceiros

O objetivo deste subconjunto de indicadores é verificar qual o grau de utilização de recursos de terceiros, para os vários setores e entre tamanhos, nos anos de 1972 e 1975. Os três primeiros indicadores construídos referem-se ao grau de utilização de recursos financeiros de terceiros, mostrando qual o peso das obrigações assumidas pela empresa junto aos intermediários financeiros. Esta medida exclui todo financiamento concedido entre empresas não financeiras na forma de dilatação ou contração de prazos de pagamento. Os dois últimos indicadores procuram medir o montante de capital de giro da empresa com relação à parcela imobilizada do seu ativo.

Os indicadores de utilização de recursos de terceiros apresentados nas tabelas 13 e 14 são os seguintes:

- *Despesas financeiras/lucro líquido (DF/LL)*: indica qual o peso das despesas financeiras no resultado da empresa. Despesas financeiras constituem-se da soma das despesas financeiras pagas e diferenças de câmbio. Lucro líquido é definido da mesma forma que anteriormente.

- *Despesas financeiras/faturamento (DF/F)*: indica qual a proporção do valor das vendas comprometida com o pagamento de juros pela tomada de recursos financeiros de terceiros.



Tabela 13 — Indicadores da utilização de recursos de terceiros — 1972

SETORES		INDICADORES			
		DF/LL	DF/F	LL+DF/DF	CGL/AFO
1. Extração e tratamento de minerais	PM	0,7288	0,0295	2,3722	0,2895
	G	0,3123	0,0314	4,2023	0,1887
	T	0,3403	0,0311	3,9387	0,1989
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,9490	0,0223	2,0538	0,7196
	G	0,8655	0,0476	2,1553	0,5535
	T	0,8712	0,0439	2,1479	0,5641
3. Ind. metalúrgica	PM	0,5064	0,0260	2,9748	1,2745
	G	0,6835	0,0417	2,4630	0,6052
	T	0,6644	0,0397	2,5050	0,6385
4. Ind. mecânica	PM	0,3034	0,0185	4,2958	1,1832
	G	0,5239	0,0375	2,9086	1,7050
	T	0,5017	0,0353	2,9932	1,6567
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,9595	0,0352	2,0422	2,0621
	G	0,8462	0,0491	2,1818	1,5454
	T	0,8636	0,0477	2,1715	1,5847
6. Ind. de material de transporte	PM	0,8295	0,0320	2,2055	1,1888
	G	0,5334	0,0310	2,8749	0,3806
	T	0,5504	0,0311	2,8169	0,4401
7. Ind. da madeira	PM	0,5317	0,0178	2,8806	0,6735
	G	0,6547	0,0469	2,5273	1,3194
	T	0,6441	0,0420	2,5525	1,2399
8. Ind. do mobiliário	PM	1,8377	0,0153	1,5442	0,3360
	G	1,1335	0,0378	1,8822	2,2707
	T	1,1720	0,0336	1,8533	2,0087
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,4572	0,0211	3,1872	2,4845
	G	1,1244	0,0436	1,8893	0,7101
	T	0,9528	0,0385	2,0495	0,8539
10. Ind. da borracha	PM	0,5992	0,0200	2,6690	0,7065
	G	0,3632	0,0279	3,7532	1,2196
	T	0,3729	0,0245	3,6815	1,1914

(continua)

Tabela 13 — continuação

SETORES		INDICADORES			
		DF/LL	DF/F	LL+DF/DF	CGL/AFO
11. Ind. de couros e peles	PM	0,4113	0,0195	3,4312	0,8883
	G	0,8199	0,0488	2,2197	1,2820
	T	0,7686	0,0443	2,3010	1,2461
12. Ind. química	PM	0,9447	0,0362	2,0585	1,0544
	G	1,8064	0,0538	1,5536	1,0132
	T	1,6033	0,0504	1,6237	1,0194
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	1,8566	0,0417	1,5386	2,1373
	G	1,4369	0,0510	1,6959	2,2885
	T	1,4669	0,0500	1,6817	2,2735
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,7810	0,0256	2,2803	1,1326
	G	0,3403	0,0181	3,9382	2,1809
	T	0,3780	0,0191	3,6458	2,0688
15. Ind. de material plástico	PM	0,9747	0,0386	2,0260	1,0824
	G	1,0680	0,0549	1,9363	1,6824
	T	1,0539	0,0519	1,9488	1,5654
16. Ind. têxtil	PM	-2,4543	0,0421	0,5926	0,9349
	G	2,1340	0,0647	1,4686	0,7915
	T	2,4112	0,0626	1,4147	0,8003
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,3010	0,0127	4,3221	0,3365
	G	1,0366	0,0461	1,9647	1,4151
	T	0,9109	0,0402	2,0978	1,3146
18. Ind. de produtos alimentares	PM	-4,0369	0,0129	0,7523	-0,2112
	G	1,0672	0,0311	1,9370	0,4281
	T	1,1676	0,0284	1,8565	0,3697
19. Ind. de bebidas	PM	0,2449	0,0096	5,0832	-0,1539
	G	0,4919	0,0260	3,0330	0,1477
	T	0,4770	0,0247	3,0963	0,1289
20. Ind. de fumo	PM	2,1245	0,0505	1,4707	0,2610
	G	0,0836	0,0117	12,9656	0,3807
	T	0,1101	0,0145	10,0830	0,3743

(continua)

Tabela 13 - continuação

SETORES		INDICADORES			
		DF/LL	DF/F	LL+DF/DF	CGL/AFO
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,4598	0,0140	3,1748	-0,1375
	G	1,0753	0,0442	1,9300	1,2021
	T	1,0105	0,0400	1,9896	1,1037
22. Indústrias diversas	PM	0,1154	0,0069	9,6651	2,6993
	G	0,1925	0,0492	6,1948	2,0659
	T	0,1905	0,0448	6,2505	2,0979
23. Ind. de utilidade pública	PM	2,9884	0,1553	1,3346	0,0103
	G	0,2773	0,0817	4,6063	0,0003
	T	0,3069	0,0861	4,2581	0,0011
24. Ind. de construção	PM	0,3634	0,0151	3,7517	0,1266
	G	0,7422	0,0518	2,3474	0,0459
	T	0,7068	0,0464	2,4148	0,0538
A - Indústria	PM	0,8706	0,0259	2,1486	0,5338
	G	0,6215	0,0438	2,6090	0,4570
	T	0,6364	0,0414	2,5712	0,4633
B - Agricultura e criação animal	PM	-1,3142	0,0946	0,2391	0,0565
	G	0,4384	0,0436	3,2812	0,1873
	T	0,6575	0,0504	2,5209	0,1450
C - Serviços	PM	0,1107	0,0086	10,0341	-0,0291
	G	0,3474	0,0341	3,8782	0,0270
	T	0,3178	0,0302	4,1465	0,0235
D - Comércio	PM	1,3195	0,0070	1,7579	-1,5483
	G	0,7147	0,0161	2,3993	1,4186
	T	0,7570	0,0139	2,3210	0,8430
E - Diversos	PM	0,3383	0,0137	3,9559	-0,0239
	G	0,7099	0,0347	2,4086	0,4585
	T	0,6566	0,0311	2,5230	0,3615
Total	PM	0,7458	0,0151	2,3409	0,1378
	G	0,6088	0,0334	2,6426	0,4606
	T	0,6187	0,0302	2,6163	0,4303

Tabela 14 — Indicadores de utilização de recursos de terceiros — 1975

SETORES		INDICADORES			
		DF/LL	DF/F	LL+DF/DF	CGP/AI
1. Extração e tratamento de minerais	PM	-1,2462	0,0341	0,1975	-0,1311
	G	0,2272	0,0430	5,4013	0,3433
	T	0,2785	0,0413	4,5908	0,2341
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,3157	0,0191	4,1678	-0,0091
	G	0,6989	0,0571	2,4309	0,1892
	T	0,6673	0,0530	2,4985	0,1740
3. Ind. metalúrgica	PM	0,3839	0,0236	3,6050	0,4456
	G	0,7236	0,0555	2,3820	0,5246
	T	0,6933	0,0521	2,4423	0,5187
4. Ind. mecânica	PM	0,3407	0,0269	3,9354	0,6258
	G	0,7054	0,0541	2,4176	0,7698
	T	0,6633	0,0510	2,5067	0,7533
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,5971	0,0363	2,6747	0,7994
	G	1,3477	0,0650	1,7420	0,8714
	T	1,2337	0,0614	1,8106	0,8640
6. Ind. de material de transporte	PM	0,6807	0,0387	2,4692	-0,0563
	G	1,1659	0,0349	1,8577	0,3144
	T	1,1099	0,0352	1,9010	0,2844
7. Ind. da madeira	PM	0,4274	0,0170	3,3398	0,3205
	G	0,9651	0,0614	2,0361	0,3828
	T	0,9143	0,0551	2,0937	0,3773
8. Ind. do mobiliário	PM	0,3817	0,0205	3,6199	0,5000
	G	0,8178	0,0400	2,2227	0,3888
	T	0,7366	0,0366	2,3576	0,4032
9. Ind. de papel e papelão	PM	2,9151	0,0373	1,3430	0,3088
	G	2,9560	0,0852	1,3383	0,1754
	T	2,9548	0,0821	1,3384	0,1803
10. Ind. da borracha	PM	0,3941	0,0230	3,5376	0,3489
	G	0,2837	0,0279	4,5254	0,3303
	T	0,2882	0,0275	4,4696	0,3313

(continua)

Tabela 14 -- continuação

SETORES		INDICADORES			
		DF/LL	DF/F	LL+DF/DF	CGP/AI
11. Ind. de couros e peles	PM	0,3656	0,0143	3,7356	0,7215
	G	1,4685	0,0616	1,6810	0,7759
	T	1,3323	0,0554	1,7506	0,7729
12. Ind. química	PM	0,6753	0,0368	2,4808	0,8438
	G	0,6025	0,0502	2,6599	0,3468
	T	0,6050	0,0495	2,6530	0,3621
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,9185	0,0504	2,0887	0,4564
	G	1,8808	0,0601	1,5317	1,1201
	T	1,6235	0,0584	1,6160	1,0015
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,9631	0,0338	2,0383	0,4987
	G	0,6434	0,0343	2,5544	1,2628
	T	0,6797	0,0342	2,4713	1,1292
15. Ind. de material plástico	PM	0,5042	0,0305	2,9834	0,1469
	G	1,0448	0,0502	1,9571	0,4260
	T	0,9952	0,0487	2,0048	0,4064
16. Ind. têxtil	PM	0,9407	0,0612	2,0631	0,1811
	G	2,6378	0,0898	1,3791	0,2220
	T	2,1991	0,0854	1,4547	0,2143
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,4031	0,0188	3,4810	0,9601
	G	1,0425	0,0522	1,9592	0,6112
	T	0,9726	0,0483	2,0281	0,6369
18. Ind. de produtos alimentares	PM	0,7103	0,0247	2,4079	0,1837
	G	0,9146	0,0348	2,0934	0,0950
	T	0,8938	0,0337	2,1188	0,1026
19. Ind. de bebidas	PM	0,3433	0,0179	3,9125	0,2646
	G	1,8556	0,0719	1,5389	-0,0058
	T	1,7042	0,0678	1,5868	0,0065
20. Ind. de fumo	PM	1,8717	0,0442	1,5343	1,0085
	G	0,0815	0,0092	13,2641	1,2297
	T	0,0874	0,0097	12,4450	1,2292

(continua)

Tabela 14 — continuação

SETORES		INDICADORES			
		DF/LL	DF/F	LL+DF/DF	CGP/AI
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,3725	0,0177	3,6847	0,3658
	G	1,2728	0,0508	1,7857	0,1078
	T	1,1680	0,0475	1,8562	0,1276
22. Indústrias diversas	PM	0,2272	0,0142	5,4005	0,8592
	G	1,0122	0,0559	1,9880	0,9136
	T	0,9442	0,0527	2,0591	0,9112
23. Ind. de utilidade pública	PM	73,0957	0,4539	1,0137	-0,4812
	G	0,4244	0,0713	3,3562	-0,2334
	T	0,6320	0,0988	2,5823	-0,2673
24. Ind. de construção	PM	0,4016	0,0293	3,4897	-0,0527
	G	1,1013	0,0855	1,9080	0,0057
	T	0,9612	0,0736	2,0403	-0,0057
A — Indústria	PM	0,7516	0,0403	2,3305	0,0445
	G	0,8226	0,0535	2,2156	0,2180
	T	0,8166	0,0521	2,2245	0,2007
B — Agricultura e criação animal	PM	0,9224	0,1411	2,0842	0,3011
	G	0,5440	0,0594	2,8382	-0,0976
	T	0,5943	0,0675	2,6826	0,0265
C — Serviços	PM	0,0475	0,0122	22,0408	0,0484
	G	0,4947	0,0498	3,0213	-0,1835
	T	0,2044	0,0340	5,8934	-0,0953
D — Comércio	PM	0,3017	0,0100	4,3141	0,7921
	G	0,8090	0,0199	2,2362	0,9368
	T	0,6426	0,0173	2,5561	0,8860
E — Diversos	PM	-60,0410	0,0588	0,9833	1,3241
	G	0,4894	0,0360	3,0435	0,3853
	T	1,5700	0,0490	1,6369	0,6978
Total	PM	0,2394	0,0208	5,1763	0,1893
	G	0,7752	0,0431	2,2900	0,1961
	T	0,6317	0,0389	2,5831	0,1948

• *Lucro líquido + despesas financeiras/despesas financeiras (LL+DF/DF)*: indica qual a capacidade que o lucro gerado pela empresa tem para cobrir as despesas financeiras, ou inversamente, qual o comprometimento do lucro líquido pelas despesas com recursos financeiros de terceiros.

• *Capital de giro próprio/ativo imobilizado (CGP/AI)*: indica qual o montante de recursos financeiros próprios que a empresa possui para financiar suas operações relativamente ao capital imobilizado.<sup>57</sup> Os dados referem-se ao início do período, sendo que este indicador só é calculado para o ano de 1975.

• *Capital de giro líquido/ativo fixo operacional (CGL/AFO)*: indica qual o montante de recursos financeiros líquidos que a empresa possui com relação aos recursos imobilizados. Dada a limitação dos dados disponíveis, definiu-se como capital de giro líquido o montante de vendas a prazo menos o de compras a prazo, não sendo possível avaliar o montante investido pela empresa em aplicações de curto prazo, o seu disponível e os empréstimos de curto prazo, que fazem parte do capital de giro

Tabela 15 — Teste de significância da diferença entre empresas PM e G para os indicadores de utilização de recursos de terceiros

VARIÁVEL DEPENDENTE	CONSTANTE	COEFICIENTE DA VARIÁVEL INDEPENDENTE	R <sup>2</sup>	FONTE	SETORES CONSIDERADOS
DF/LL (1972)	0,512	-0,024 (0,428)	0,00	tabela 13	todos exceto 16, 18 e B
DF/LL (1975)	0,589	-0,178 (2,648) *	0,12	tabela 14	todos exceto 1
DF/F (1972)	0,622	-0,244 (5,769) **	0,38	tabela 13	todos
DF/F (1975)	0,607	-0,214 (4,413) **	0,27	tabela 14	todos
LL+DF/DF (1972)	0,523	-0,046 (1,028)	0,02	tabela 13	todos
LL+DF/DF (1975)	0,460	0,081 (1,588)	0,04	tabela 14	todos
CGL/AFO (1972)	-1,159	3,317 (2,241) *	0,09	tabela 13	todos
CGP/AI (1975)	0,526	-0,051 (0,448)	0,00	tabela 14	todos

\* Significante a 5%.

\*\* Significante a 1%.

<sup>57</sup> A definição de capital de giro próprio é a estabelecida pelo Decreto-Lei n.º 1.338 e legislação complementar. Uma exposição da legislação encontra-se em TEIXEIRA JR., W. *Um estudo da política de financiamento* ...

líquido. Consideramos como ativo fixo operacional todos os itens do ativo imobilizado menos as imobilizações financeiras. Estes itens foram considerados sem dedução do estoque de depreciação, por não haverem informações disponíveis. Este indicador só é calculado para o ano de 1972.

Os resultados da tabela 15 indicam que o peso das despesas financeiras com relação ao lucro líquido é menor nas empresas pequenas e médias do que nas grandes. Este resultado ocorre de forma significativa no ano de 1975, mas não em 1972. A participação das despesas financeiras com relação ao faturamento é significativamente menor para as empresas pequenas e médias do que para as grandes, nos dois períodos analisados. O indicador lucro líquido mais despesas financeiras sobre despesas financeiras não apresenta diferenças significantes entre tamanhos, nos dois anos. O montante de capital de giro líquido com relação ao do ativo fixo operacional, em 1972, é maior para as pequenas e médias do que para as grandes. Entretanto, o montante de capital de giro próprio sobre o ativo imobilizado é menor para as pequenas e médias do que para as grandes, em 1975, não sendo significativa.

#### 4.2.4 Indicadores de Rentabilidade e de Rotação

Este subconjunto de indicadores procura avaliar o padrão de rentabilidade das vendas, dos recursos próprios e do ativo fixo operacional por setor e por tamanho nos dois anos. Adicionalmente, levantaremos a rotatividade do ativo fixo operacional e do patrimônio líquido, que indicará a eficiência com que a empresa utiliza seus recursos.

Os indicadores de rentabilidade e rotação apresentados nas tabelas 16 e 17, para os anos de 1972 e 1975, são os seguintes:

- *Lucro líquido/patrimônio líquido médio* ( $LL/\overline{PL}$ ): indica qual a rentabilidade dos recursos próprios da empresa. Considera-se o patrimônio líquido médio como a média entre os valores de início e de fim de período. O patrimônio líquido de fim de período e o lucro líquido são considerados da mesma forma que definimos anteriormente. O patrimônio líquido de início do período é definido como o passivo não exigível menos prejuízos pendentes, saldo não integralizado do capital social e provisões e depreciações. Este indicador só é calculado para o ano de 1975.

- *Lucro líquido/patrimônio líquido* ( $LL/PL$ ): indica qual a rentabilidade dos recursos próprios da empresa. O lucro líquido e o patrimônio líquido são definidos da mesma forma. Este indicador só é calculado para o ano de 1975.

- *Lucro líquido/faturamento* ( $LL/F$ ): indica qual a margem de lucro sobre vendas com que a empresa opera.

- *Faturamento/patrimônio líquido* ( $FAT/PL$ ): este indicador procura avaliar a eficiência com que a empresa utiliza seus recursos próprios. Só foi calculado para o ano de 1975.

- *Faturamento/ativo fixo operacional* ( $F/AFO$ ): indica a eficiência com que a empresa utiliza seu ativo fixo operacional. Define-se como ativo fixo operacional o imobilizado técnico da empresa acrescido da correção monetária. No ano de 1975 foi possível obter-se o ativo fixo operacional líquido deduzindo-se o estoque de depre-



Tabela 16 — Indicadores de rentabilidade e de rotação — 1972

SETORES		INDICADORES		
		LL/AFO	LL/F	F/AFO
1. Extração e tratamento de minerais	PM	0,0702	0,0405	1,7324
	G	0,1094	0,1005	1,0891
	T	0,1055	0,0914	1,1541
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,0631	0,0235	2,6866
	G	0,0590	0,0550	1,0731
	T	0,0593	0,0504	1,1755
3. Ind. metalúrgica	PM	0,1673	0,0513	3,2593
	G	0,0725	0,0610	1,1889
	T	0,0772	0,0598	1,2918
4. Ind. mecânica	PM	0,2570	0,0610	4,2164
	G	0,2338	0,0715	3,2693
	T	0,2360	0,0703	3,3570
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,1497	0,0367	4,0770
	G	0,1754	0,0581	3,0210
	T	0,1735	0,0559	3,1013
6. Ind. de material de transporte	PM	0,0921	0,0386	2,3851
	G	0,1200	0,0581	2,0639
	T	0,1179	0,0565	2,0876
7. Ind. da madeira	PM	0,1313	0,0334	3,9296
	G	0,1953	0,0716	2,7279
	T	0,1874	0,0652	2,8758
8. Ind. do mobiliário	PM	0,0609	0,0083	7,3048
	G	0,1651	0,0333	4,9542
	T	0,1510	0,0286	5,2725
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,1752	0,0463	3,7880
	G	0,0446	0,0387	1,1510
	T	0,0552	0,0404	1,3647
10. Ind. da borracha	PM	0,1071	0,0335	3,2000
	G	0,1445	0,0687	2,1052
	T	0,1425	0,0658	2,1652

(continua)

Tabela 16 — continuação

SETORES		INDICADORES		
		LL/AFO	LL/F	F/AFO
11. Ind. de couros e peles	PM	0,3054	0,0474	6,4427
	G	0,2135	0,0595	3,5894
	T	0,2219	0,0576	3,8495
12. Ind. química	PM	0,0889	0,0383	2,3185
	G	0,0513	0,0298	1,7224
	T	0,0570	0,0314	1,8125
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,0787	0,0224	3,5061
	G	0,1127	0,0355	3,1716
	T	0,1093	0,0341	3,2048
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,1917	0,0327	5,8561
	G	0,2460	0,0533	4,6124
	T	0,2402	0,0506	4,7454
15. Ind. de material plástico	PM	0,1054	0,0396	2,6598
	G	0,1432	0,0514	2,7849
	T	0,1358	0,0492	2,7605
16. Ind. têxtil	PM	-0,0435	-0,0171	2,5382
	G	0,0501	0,0303	1,6524
	T	0,0443	0,0260	1,7069
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,4505	0,0422	10,6741
	G	0,2247	0,0445	5,0518
	T	0,2458	0,0441	5,5756
18. Ind. de produtos alimentares	PM	-0,0165	-0,0032	5,1908
	G	0,0861	0,0291	2,9565
	T	0,0767	0,0243	3,1604
19. Ind. de bebidas	PM	0,0799	0,0391	2,0419
	G	0,0831	0,0528	1,5751
	T	0,0829	0,0517	1,6042
20. Ind. de fumo	PM	0,0910	0,0238	3,8248
	G	0,3905	0,1404	2,7811
	T	0,3745	0,1320	2,8370

(continua)

Tabela 16 - continuação

SETORES		INDICADORES		
		LL/AFO	LL/F	F/AFO
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,1960	0,0305	6,4281
	G	0,1322	0,0411	3,2196
	T	0,1369	0,0396	3,4553
22. Indústrias diversas	PM	0,5365	0,0595	9,0198
	G	1,0512	0,2557	4,1114
	T	1,0252	0,2352	4,3595
23. Ind. de utilidade pública	PM	0,0088	0,0520	0,1703
	G	0,0669	0,2948	0,2271
	T	0,0625	0,2804	0,2227
24. Ind. de construção	PM	0,1319	0,0416	3,1714
	G	0,1386	0,0699	1,9843
	T	0,1379	0,0657	2,1002
A - Indústria	PM	0,0711	0,0298	2,3877
	G	0,0986	0,0704	1,4005
	T	0,0964	0,0651	1,4808
B - Agricultura e criação animal	PM	-0,0276	-0,0720	0,3830
	G	0,1185	0,0995	1,1909
	T	0,0713	0,0767	0,9297
C - Serviços	PM	0,2054	0,0781	2,6298
	G	0,0955	0,0981	0,9743
	T	0,1024	0,0950	1,0776
D - Comércio	PM	0,0785	0,0053	14,8555
	G	0,2512	0,0225	11,1669
	T	0,2177	0,0183	11,8826
E - Diversos	PM	0,1075	0,0405	2,6518
	G	0,1617	0,0488	3,3111
	T	0,1508	0,0474	3,1784
Total	PM	0,0825	0,0202	4,0887
	G	0,1097	0,0549	1,9982
	T	0,1072	0,0488	2,1945

Tabela 17 — Indicadores de rentabilidade e de rotação — 1975

SETORES		INDICADORES				
		LL/PL	LL/PL	LL/F	F/PL	F/AFO
1. Extração e tratamento de minerais	PM	-0,0250	-0,0318	-0,0273	1,1640	1,7653
	G	0,1939	0,2748	0,1894	1,4512	3,0424
	T	0,1486	0,2058	0,1484	1,3865	2,6764
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,1192	0,1562	0,0605	2,5821	3,1381
	G	0,0906	0,1237	0,0817	1,5144	2,3552
	T	0,0924	0,1259	0,0794	1,5852	2,4204
3. Ind. metalúrgica	PM	0,1508	0,2040	0,0616	3,3129	4,7761
	G	0,1187	0,1620	0,0768	2,1103	3,0090
	T	0,1210	0,1650	0,0751	2,1969	3,1350
4. Ind. mecânica	PM	0,1624	0,2168	0,0789	2,7476	4,4643
	G	0,1432	0,1907	0,0767	2,4880	4,4831
	T	0,1452	0,1934	0,0769	2,5147	4,4810
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,1269	0,1697	0,0607	2,7942	4,3487
	G	0,0887	0,1236	0,0482	2,5630	4,7344
	T	0,0929	0,1289	0,0498	2,5897	4,6827
6. Ind. de material de transporte	PM	0,1054	0,1384	0,0569	2,4320	1,9720
	G	0,0672	0,0934	0,0299	3,1209	4,0861
	T	0,0702	0,0971	0,0317	3,0651	3,8225
7. Ind. da madeira	PM	0,0769	0,1091	0,0398	2,7398	3,8373
	G	0,0695	0,0981	0,0637	1,5419	2,2843
	T	0,0701	0,0991	0,0602	1,6447	2,4246
8. Ind. do mobiliário	PM	0,2019	0,2659	0,0538	4,9399	8,5998
	G	0,1538	0,2076	0,0489	4,2473	6,3115
	T	0,1609	0,2164	0,0497	4,3523	6,6143
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,0222	0,0303	0,0128	2,3679	3,2110
	G	0,0335	0,0472	0,0288	1,6358	2,0335
	T	0,0330	0,0464	0,0278	1,6693	2,0831
10. Ind. da borracha	PM	0,1417	0,1948	0,0583	3,3438	4,6437
	G	0,2178	0,3048	0,0982	3,1037	3,7974
	T	0,2131	0,2978	0,0955	3,1189	3,8449

(continua)

Tabela 17 — continuação

SETORES		INDICADORES				
		LL/PL	LL/PL	LL/F	F/PL	F/AFO
11. Ind. de couros e peles	PM	0,1712	0,2290	0,0390	5,8682	10,4617
	G	0,0749	0,1035	0,0420	2,4657	4,6102
	T	0,0805	0,1110	0,0416	2,6692	4,9763
12. Ind. química	PM	0,1240	0,1708	0,0544	3,1388	5,3733
	G	0,1631	0,2383	0,0833	2,8596	2,7605
	T	0,1614	0,2351	0,0818	2,8729	2,8323
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,1127	0,1489	0,0548	2,7157	4,7196
	G	0,0503	0,0675	0,0320	2,1136	4,3844
	T	0,0591	0,0791	0,0360	2,1991	4,4397
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,0871	0,1217	0,0351	3,4682	5,0646
	G	0,0960	0,1348	0,0533	2,5294	5,9482
	T	0,0949	0,1332	0,0503	2,6461	5,7839
15. Ind. de material plástico	PM	0,1535	0,2095	0,0604	3,4675	3,6901
	G	0,0901	0,1228	0,0480	2,5571	4,0374
	T	0,0937	0,1277	0,0490	2,6080	4,0093
16. Ind. têxtil	PM	0,0825	0,1133	0,0651	1,7404	2,1039
	G	0,0549	0,0766	0,0341	2,2485	2,6117
	T	0,0601	0,0836	0,0388	2,1516	2,5180
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,1611	0,2193	0,0467	4,6964	10,3005
	G	0,1208	0,1628	0,0501	3,2533	6,1433
	T	0,1242	0,1676	0,0497	3,3739	6,4458
18. Ind. de produtos alimentares	PM	0,1197	0,1589	0,0348	4,5717	6,0750
	G	0,1050	0,1428	0,0380	3,7552	5,2205
	T	0,1063	0,1443	0,0377	3,8306	5,3026
19. Ind. de bebidas	PM	0,0879	0,1206	0,0520	2,3190	2,9608
	G	0,0487	0,0670	0,0388	1,7272	2,3751
	T	0,0510	0,0701	0,0398	1,7616	2,4116
20. Ind. de fumo	PM	0,1784	0,2220	0,0236	9,4026	17,5777
	G	0,1437	0,2018	0,1125	1,7932	4,5444
	T	0,1438	0,2019	0,1112	1,8158	4,5967

(continua)

Tabela 17 - continuação

SETORES		INDICADORES				
		LL/PL	LL/PL	LL/F	F/PL	F/AFO
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,1030	0,1430	0,0474	3,0167	3,8727
	G	0,0801	0,1109	0,0399	2,7760	3,9838
	T	0,0822	0,1138	0,0407	2,7983	3,9724
22. Indústrias diversas	PM	0,1914	0,2547	0,0626	4,0653	10,1585
	G	0,0956	0,1302	0,0552	2,3572	4,5949
	T	0,0999	0,1359	0,0558	2,4362	4,7976
23. Ind. de utilidade pública	PM	0,0022	0,0031	0,0062	0,4939	0,1766
	G	0,0832	0,1163	0,1679	0,6926	0,3949
	T	0,0753	0,1052	0,1563	0,6731	0,3627
24. Ind. de construção	PM	0,0964	0,1257	0,0729	1,7247	3,2303
	G	0,0960	0,1312	0,0776	1,6902	1,9893
	T	0,0960	0,1300	0,0766	1,6973	2,1643
A - Indústria	PM	0,0975	0,1313	0,0536	2,4496	2,6160
	G	0,1072	0,1492	0,0650	2,2960	2,6265
	T	0,1063	0,1475	0,0639	2,3106	2,6254
B - Agricultura e criação animal	PM	0,0252	0,0350	0,1530	0,2288	0,3571
	G	0,0798	0,1032	0,1092	0,9451	1,1065
	T	0,0619	0,0820	0,1135	0,7220	0,9166
C - Serviços	PM	0,2181	0,3038	0,2563	1,1855	4,1093
	G	0,0825	0,1119	0,1007	1,1117	1,4091
	T	0,1384	0,1897	0,1662	1,1417	1,9481
D - Comércio	PM	0,0900	0,1305	0,0332	3,9317	33,7336
	G	0,1118	0,1519	0,0246	6,1726	13,5294
	T	0,1036	0,1442	0,0269	5,3610	16,0886
E - Diversos	PM	0,0032	0,0045	0,0010	4,5700	8,3048
	G	0,1422	0,1971	0,0736	2,6771	4,0530
	T	0,0781	0,1093	0,0312	3,5022	5,7182
Total	PM	0,1430	0,1996	0,0871	2,2920	5,2861
	G	0,1036	0,1431	0,0557	2,5716	3,1852
	T	0,1119	0,1549	0,0616	2,5135	3,4448

ciação e amortizações até o período anterior acrescido do fluxo destas no período. Esta é a única metodologia aplicável com os dados disponíveis, mas que pode conduzir a distorções, na medida em que as empresas realizem vendas de equipamentos que conduzam a uma variação no estoque de depreciação e amortizações, no período, não captadas por esta forma de cálculo. No ano de 1972 não se deduz o estoque de depreciação e amortizações por não haverem dados disponíveis.

• *Lucro líquido/ativo fixo operacional (LL/AFO)*: é uma medida de rentabilidade da empresa. Para o ano de 1972, dada a impossibilidade de cálculo de outras medidas de rentabilidade dos recursos próprios da empresa, utilizamos esta. O lucro líquido e o ativo fixo operacional são considerados da mesma forma que anteriormente.

Tabela 18 — Teste de significância da diferença entre empresas PM e G para os indicadores de rentabilidade e de rotação

VARIÁVEL DEPENDENTE	CONSTANTE	COEFICIENTE DA VARIÁVEL INDEPENDENTE	R <sup>2</sup>	FONTE	SETORES CONSIDERADOS
LL/PL (1975)	0,515	-0,031 (0,536)	0,01	tabela 17	todos
LL/PL (1975)	0,518	-0,037 (0,643)	0,01	tabela 17	todos
LL/F (1972)	0,817	-0,633 (3,662) ***	0,20	tabela 16	todos
LL/F (1975)	0,561	-0,122 (2,195) **	0,08	tabela 17	todos
F/AFO (1972)	0,410	0,181 (6,369) ***	0,43	tabela 16	todos
F/AFO (1975)	0,447	0,105 (2,930) ***	0,14	tabela 17	todos
LL/AFO (1972)	0,840	-0,679 (1,889) *	0,06	tabela 16	todos
F/PL (1975)	0,457	0,086 (2,781) ***	0,13	tabela 17	todos

\* Significante a 10%.

\*\* Significante a 5%.

\*\*\* Significante a 1%.

A análise da tabela 18 indica-nos que, para o ano de 1975, o tamanho não é fator relevante na determinação da lucratividade dos recursos próprios aplicados na empresa, embora o seja para o ano de 1972 no conceito lucro líquido sobre ativo fixo operacional. Mas na determinação das margens de lucro, o tamanho da empresa é fator relevante, pois as pequenas e médias possuem margens de lucro persistentemente menores que as das grandes, com significância estatística, nos dois períodos analisados. Os resultados também indicam que o tamanho é estatisticamente significativo na determinação do indicador da eficiência com que a empresa utiliza o seu ativo fixo operacional, nos dois períodos; as pequenas e médias empresas são mais eficientes. O faturamento sobre o patrimônio líquido é maior nas empresas pequenas e médias do que nas grandes, no ano de 1975.

#### 4.2.5 Outros Indicadores

Este subconjunto de indicadores procura mostrar a taxa de crescimento da empresa, a relação entre o ativo imobilizado técnico e o financeiro e entre o ativo fixo operacional e o patrimônio líquido, e são apresentados nas tabelas 19 e 20, para os anos de 1972 e 1975.

- *Taxa de crescimento do estoque de capital ( $\Delta K/K$ )*: indica qual o crescimento, no período, do ativo fixo operacional da empresa. Este indicador resulta da divisão do investimento, no período, pelo ativo fixo operacional do período anterior. Em 1975, foi possível considerar o investimento como a diferença entre os valores do ativo fixo operacional nos dois períodos corrigidos monetariamente, excluído o fluxo de depreciação.<sup>58</sup> O ativo fixo operacional do ano anterior é o valor do equipamento corrigido monetariamente e líquido de depreciação. Em 1972, consideramos o investimento de forma bruta, isto é, sem deduzir o estoque de depreciação, e o ativo fixo operacional do período anterior também foi considerado sem deduzir o estoque de depreciação, pois este dado não existe na amostra de 1972.

- *Ativo fixo operacional/imobilizações financeiras (AFO/IF)*: indica a concentração das operações da empresa na sua própria atividade econômica em relação a destinação de recursos para outras atividades. As imobilizações financeiras decorrem de incentivos fiscais, ações e participações societárias. O ativo fixo operacional foi construído da mesma forma descrita anteriormente.

- *Ativo fixo operacional/patrimônio líquido (AFO/PL)*: indica qual a proporção dos recursos próprios da empresa que está aplicada em bens de capital. O ativo fixo operacional e o patrimônio líquido foram construídos da mesma forma descrita anteriormente. Este indicador só foi calculado para o ano de 1975.

---

<sup>58</sup> Este procedimento pode estar viesado na medida em que houver vendas de equipamento, no período, que modifiquem o estoque de depreciação.



Tabela 19 — Outros indicadores — 1972

SETORES		INDICADORES	
		$\Delta K/K$	AFO/IF
1. Extração e tratamento de minerais	PM	0,6722	15,4800
	G	0,4171	17,4088
	T	0,4400	17,1924
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,2505	21,2304
	G	0,2749	6,1318
	T	0,2732	6,4219
3. Ind. metalúrgica	PM	0,5713	11,2190
	G	0,1941	14,1755
	T	0,2094	13,9921
4. Ind. mecânica	PM	0,3310	18,6467
	G	0,2831	8,3645
	T	0,2875	8,8147
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,3252	17,2404
	G	0,2710	5,5323
	T	0,2749	5,8338
6. Ind. de material de transporte	PM	0,2491	19,5607
	G	0,2118	11,3628
	T	0,2145	11,7242
7. Ind. da madeira	PM	0,1989	6,6629
	G	0,2565	5,6482
	T	0,2488	5,7561
8. Ind. do mobiliário	PM	0,2705	15,3312
	G	0,3341	10,8231
	T	0,3240	11,2718
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,1963	11,4365
	G	0,2880	6,8542
	T	0,2799	7,0842
10. Ind. da borracha	PM	0,3226	34,5794
	G	0,3368	10,7997
	T	0,3361	11,2226

(continua)

Tabela 19 — continuação

SETORES		INDICADORES	
		$\Delta K/K$	AFO/IF
11. Ind. de couros e peles	PM	0,1834	19,3321
	G	0,1952	9,4223
	T	0,1941	9,8840
12. Ind. química	PM	0,3554	8,9304
	G	0,2336	8,3572
	T	0,2510	8,4391
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,1365	11,4412
	G	0,1405	9,5093
	T	0,1400	9,6715
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,1683	9,8522
	G	0,2760	6,9402
	T	0,2633	7,1667
15. Ind. de material plástico	PM	0,3346	55,4225
	G	0,3489	8,8786
	T	0,3460	10,6173
16. Ind. têxtil	PM	0,4719	26,0123
	G	0,2443	10,5199
	T	0,2563	10,9200
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,5637	18,8265
	G	0,3277	9,5630
	T	0,3505	10,0225
18. Ind. de produtos alimentares	PM	0,3615	23,8820
	G	0,2083	5,3233
	T	0,2216	5,7298
19. Ind. de bebidas	PM	0,1863	25,1799
	G	0,1916	5,4869
	T	0,1912	5,7686
20. Ind. de fumo	PM	0,0790	11,2084
	G	0,1445	8,6895
	T	0,1407	8,7953

(continua)

Tabela 19 — continuação

SETORES		INDICADORES	
		$\Delta K/K$	AFO/IF
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,4731	10,5596
	G	0,2345	8,1612
	T	0,2520	8,2998
22. Indústrias diversas	PM	0,2133	7,0685
	G	0,2788	0,2136
	T	0,2751	0,2246
23. Ind. de utilidade pública	PM	0,3204	276,8695
	G	0,1908	579,3754
	T	0,2001	534,3168
24. Ind. de construção	PM	0,3950	11,7624
	G	0,5037	5,4978
	T	0,4923	5,7995
A — Indústria	PM	0,3691	19,8375
	G	0,2450	8,4378
	T	0,2546	8,8516
B — Agricultura e criação animal	PM	0,1978	19,4740
	G	0,2032	6,8583
	T	0,2014	8,6752
C — Serviços	PM	0,1795	17,8253
	G	0,3097	10,6997
	T	0,3003	10,9734
D — Comércio	PM	0,2096	3,4131
	G	0,2884	4,6678
	T	0,2716	4,3570
E — Diversos	PM	0,2084	2,0571
	G	0,2731	3,4965
	T	0,2589	3,0650
Total	PM	0,3059	8,1389
	G	0,2559	7,8454
	T	0,2607	7,8720

Tabela 20 — Outros indicadores — 1975

SETORES		INDICADORES		
		$\Delta K/K$	AFO/IF	AFO/PL
1. Extração e tratamento de minerais	PM	0,3450	2,5136	0,6594
	G	0,1915	1,3972	0,4770
	T	0,2315	1,6010	0,5180
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,4480	16,4107	0,8228
	G	0,8458	2,4930	0,6430
	T	0,8049	2,6826	0,6549
3. Ind. metalúrgica	PM	0,6356	12,1660	0,6936
	G	0,9044	5,4696	0,7013
	T	0,8818	5,6930	0,7008
4. Ind. mecânica	PM	0,6815	11,9677	0,6154
	G	0,7650	7,6625	0,5550
	T	0,7551	7,9871	0,5612
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	1,0972	13,5441	0,6425
	G	0,5154	7,4635	0,5414
	T	0,5782	7,9413	0,5530
6. Ind. de material de transporte	PM	1,6123	10,6604	1,2333
	G	0,5164	6,7870	0,7638
	T	0,6001	7,1090	0,8018
7. Ind. da madeira	PM	0,3138	9,8067	0,7140
	G	0,3789	5,4553	0,6750
	T	0,3728	5,6831	0,6783
8. Ind. do mobiliário	PM	0,5206	12,8175	0,5744
	G	0,6068	8,3299	0,6730
	T	0,5950	8,7347	0,6580
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,4880	11,0514	0,7374
	G	0,6020	3,6463	0,8044
	T	0,5969	3,7523	0,8013
10. Ind. da borracha	PM	0,4970	13,2783	0,7201
	G	0,5799	7,4255	0,8173
	T	0,5750	7,6138	0,8112

(continua)

Tabela 20 — continuação

SETORES		INDICADORES		
		$\Delta K/K$	AFO/IF	AFO/PL
11. Ind. de couros e peles	PM	1,0510	11,2012	0,5609
	G	0,4760	8,2851	0,5348
	T	0,5087	8,4223	0,5364
12. Ind. química	PM	0,6940	7,0209	0,5841
	G	1,0699	5,7271	1,0359
	T	1,0573	5,7562'	1,0143
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,5288	11,2753	0,5754
	G	0,6536	14,5692	0,4821
	T	0,6316	13,8992	0,4953
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,3896	20,3336	0,6848
	G	0,4619	5,9179	0,4252
	T	0,4479	6,8167	0,4575
15. Ind. de material plástico	PM	0,6683	16,9785	0,9397
	G	0,5346	4,4924	0,6334
	T	0,5447	4,7759	0,6505
16. Ind. têxtil	PM	0,4575	17,1944	0,8272
	G	0,5687	10,8622	0,8609
	T	0,5473	11,6544	0,8545
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,4477	9,0977	0,4559
	G	0,5076	5,9283	0,5296
	T	0,5030	6,0825	0,5234
18. Ind. de produtos alimentares	PM	0,5325	13,9685	0,7526
	G	0,6565	2,9874	0,7193
	T	0,6433	3,2317	0,7224
19. Ind. de bebidas	PM	0,4480	15,4575	0,7833
	G	0,5431	1,8779	0,7272
	T	0,5370	1,9868	0,7305
20. Ind. de fumo	PM	1,4696	20,5943	0,5349
	G	0,7350	1,8810	0,3946
	T	0,7370	1,8879	0,3950

(continua)

Tabela 20 — continuação

SETORES		INDICADORES		
		$\Delta K/K$	AFO/IF	AFO/PL
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,5215	14,5813	0,7790
	G	0,4097	2,6460	0,6968
	T	0,4204	2,8883	0,7044
22. Indústrias diversas	PM	0,3477	7,1521	0,4002
	G	0,6084	8,5942	0,5130
	T	0,5970	8,5316	0,5078
23. Ind. de utilidade pública	PM	0,8927	92,9620	2,7969
	G	0,7140	348,4226	1,7536
	T	0,7382	247,8454	1,8559
24. Ind. de construção	PM	0,2397	2,6940	0,5339
	G	0,5099	5,9711	0,8496
	T	0,4650	5,0967	0,7842
A — Indústria	PM	0,6554	10,5936	0,9364
	G	0,7176	6,0987	0,8742
	T	0,7111	6,3716	0,8801
B — Agricultura e criação animal	PM	0,5023	3,8915	0,6409
	G	0,7166	7,6466	0,8541
	T	0,6569	6,1442	0,7877
C — Serviços	PM	0,5090	0,5526	0,2885
	G	0,8576	3,0649	0,7890
	T	0,7761	1,6067	0,5860
D — Comércio	PM	-5,0344	0,3004	0,1165
	G	0,6942	4,0822	0,4562
	T	1,0644	1,5735	0,3332
E — Diversos	PM	0,6950	20,5446	0,5503
	G	0,4476	4,9482	0,6605
	T	0,5352	7,0421	0,6125
Total	PM	0,7839	1,2334	0,4336
	G	0,7355	5,1324	0,8074
	T	0,7414	3,6909	0,7297

Tabela 21 — Teste de significância da diferença entre empresas PM e G para os outros indicadores

VARIÁVEL DEPENDENTE	CONSTANTE	COEFICIENTE DA VARIÁVEL INDEPENDENTE	R <sup>2</sup>	FONTE	SETORES CONSIDERADOS
$\Delta K/K$ (1972)	0,488	0,025 (0,910)	0,02	tabela 19	todos
$\Delta K/K$ (1975)	0,482	0,036 (0,807)	0,01	tabela 20	todos
AFO/IF (1972)	0,366	0,267 (6,546) *	0,44	tabela 19	todos
AFO/IF (1975)	0,397	0,205 (3,428) *	0,18	tabela 20	todos
AFO/PL (1975)	0,509	-0,017 (0,666)	0,01	tabela 20	todos

\* Significante a 1%.

A análise da tabela 21 indica-nos que não existe diferença, estatisticamente significativa, na taxa de crescimento do estoque de capital físico entre as empresas pequenas e médias e as grandes, nos dois períodos em análise. Quanto ao grau de concentração das operações da empresa na sua própria atividade econômica, medida pelo indicador ativo fixo operacional sobre imobilizações financeiras, verifica-se que as empresas pequenas e médias, nos dois períodos em análise, tendem a uma maior concentração de suas operações na sua própria atividade econômica se comparadas com as grandes. O indicador ativo fixo operacional sobre patrimônio líquido, em 1975, é menor para as pequenas e médias do que para as grandes, não sendo significativo.

#### 4.2.6 Participação Relativa de Cada Setor

Nestê subitem procuramos avaliar o peso relativo, segundo alguns indicadores, de cada um dos nossos 24 setores na Indústria e da Indústria e demais setores no total das atividades produtivas, nos dois períodos. Adicionalmente, indicamos qual o peso das empresas pequenas e médias e o das grandes em cada setor, conforme os mesmos indicadores, na classificação das empresas por tamanho.

Consideramos como faturamento (F) a receita operacional da empresa, na forma declarada no formulário. Lucro líquido (LL), patrimônio líquido (PL) e investimento líquido (IL) são definidos da mesma forma que nos subitens anteriores.

As tabelas 22 e 23, a seguir, apresentam os resultados para os dois períodos.

Tabela 22 — Participação relativa de cada setor no total e a distribuição conforme tamanho dentro dos setores, segundo alguns indicadores — 1972

INDICADORES		LL		IL		F	
		DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL	DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL	DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL
SETORES							
1. Extração e tratamento de minerais	PM	0,0672	0,0923	0,1291	0,1091	0,1516	0,0657
	G	0,9328		0,8709		0,8484	
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,0675	0,0237	0,0536	0,0391	0,1451	0,0306
	G	0,9325		0,9464		0,8549	
3. Ind. metalúrgica	PM	0,1077	0,0935	0,0819	0,1066	0,1254	0,1017
	G	0,8923		0,9181		0,8746	
4. Ind. mecânica	PM	0,1009	0,0457	0,0956	0,0189	0,1163	0,0423
	G	0,8991		0,9044		0,8837	
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,0657	0,0404	0,0789	0,0225	0,1000	0,0471
	G	0,9343		0,9211		0,9000	
6. Ind. de material de transporte	PM	0,0574	0,0669	0,0973	0,0361	0,0840	0,0771
	G	0,9426		0,9027		0,9160	
7. Ind. da madeira	PM	0,0862	0,0239	0,0954	0,0103	0,1681	0,0239
	G	0,9138		0,9046		0,8319	
8. Ind. do mobiliário	PM	0,0546	0,0057	0,0776	0,0037	0,1876	0,0130
	G	0,9454		0,9224		0,8124	
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,2572	0,0144	0,0668	0,0244	0,2249	0,0232
	G	0,7428		0,9332		0,7751	
10. Ind. da borracha	PM	0,0412	0,0146	0,0638	0,0109	0,0810	0,0145
	G	0,9588		0,9362		0,9190	

(continua)



Tabela 22 — (continuação)

INDICADORES		LL		IL		F	
		DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL	DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL	DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL
SETORES							
11. Ind. de couros e peles	PM	0,1254	0,0068	0,0863	0,0026	0,1525	0,0077
	G	0,8746		0,9137		0,8475	
12. Ind. química	PM	0,2357	0,0251	0,1854	0,0421	0,1934	0,0520
	G	0,7643		0,8146		0,8066	
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,0715	0,0093	0,0321	0,0049	0,1087	0,0178
	G	0,9285		0,9679		0,8913	
14. Ind. de perfumarias, sabões e velas	PM	0,0854	0,0046	0,0840	0,0018	0,1319	0,0059
	G	0,9146		0,9160		0,8681	
15. Ind. de material plástico	PM	0,1513	0,0113	0,1796	0,0085	0,1879	0,0150
	G	0,8487		0,8204		0,8121	
16. Ind. têxtil	PM	-0,0604	0,0283	0,0907	0,0597	0,0915	0,0708
	G	1,0604		0,9093		0,9085	
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,1708	0,0199	0,1274	0,0088	0,1784	0,0294
	G	0,8292		0,8726		0,8216	
18. Ind. de produtos alimentares	PM	-0,0197	0,0615	0,1142	0,0704	0,1499	0,1649
	G	1,0197		0,8858		0,8501	
19. Ind. de bebidas	PM	0,0602	0,0130	0,0684	0,0126	0,0795	0,0163
	G	0,9398		0,9316		0,9205	
20. Ind. de fumo	PM	0,0130	0,0226	0,0420	0,0038	0,0721	0,0111
	G	0,9870		0,9580		0,9279	

(continua)

Tabela 22 — (continuação)

INDICADORES		LL		IL		F	
		DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL	DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL	DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL
SETORES							
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,1052	0,0129	0,1203	0,0078	0,1367	0,0212
	G	0,8948		0,8797		0,8633	
22. Indústrias diversas	PM	0,0264	0,0825	0,0332	0,0078	0,1046	0,0228
	G	0,9736		0,9668		0,8954	
23. Ind. de utilidade pública	PM	0,0109	0,2008	0,0960	0,3137	0,0590	0,0466
	G	0,9891		0,9040		0,9410	
24. Ind. de construção	PM	0,0934	0,0801	0,0850	0,0740	0,1475	0,0794
	G	0,9066		0,9150		0,8525	
A — Indústria	PM	0,0600	0,6888	0,0986	0,7662	0,1312	0,5170
	G	0,9400		0,9014		0,8688	
B — Agricultura e criação animal	PM	-0,1250	0,0062	0,3505	0,0079	0,1332	0,0040
	G	1,1250		0,6495		0,8668	
C — Serviços	PM	0,1251	0,1112	0,0299	0,1185	0,1523	0,0571
	G	0,8749		0,9701		0,8477	
D — Comércio	PM	0,0700	0,1358	0,1447	0,0640	0,2426	0,3622
	G	0,9300		0,8553		0,7574	
E — Diversos	PM	0,1435	0,0579	0,1822	0,0433	0,1679	0,0596
	G	0,8565		0,8178		0,8321	
Total	PM	0,0723	1,0000	0,0991	1,0000	0,1749	1,0000
	G	0,9277		0,9009		0,8251	

Tabela 23 — Participação relativa de cada setor no total e a distribuição conforme tamanho dentro dos setores, segundo alguns indicadores — 1975

INDICADORES  SETORES		LL		IL		PL		F	
		DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL	DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL	DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL	DISTRIBUIÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICIPAÇÃO SETORIAL
1. Extração e tratamento de minerais	PM	-0,0348	0,0163	0,3881	0,0031	0,2252	0,0117	0,1890	0,0070
	G	1,0348		0,6119		0,7748		0,8110	
2. Ind. de produtos minerais não metálicos	PM	0,0823	0,0382	0,0572	0,0360	0,0663	0,0448	0,1081	0,0307
	G	0,9177		0,9428		0,9337		0,8919	
3. Ind. metalúrgica	PM	0,0890	0,1188	0,0606	0,0956	0,0720	0,1062	0,1086	0,1010
	G	0,9110		0,9394		0,9280		0,8914	
4. Ind. mecânica	PM	0,1154	0,0610	0,1068	0,0306	0,1030	0,0465	0,1125	0,0506
	G	0,8846		0,8932		0,8970		0,8875	
5. Ind. de material elétrico e de comunicações	PM	0,1518	0,0281	0,2049	0,0179	0,1153	0,0321	0,1245	0,0360
	G	0,8482		0,7951		0,8847		0,8755	
6. Ind. de material de transporte	PM	0,1155	0,0409	0,2052	0,0508	0,0811	0,0621	0,0643	0,0824
	G	0,8845		0,7948		0,9189		0,9357	
7. Ind. da madeira	PM	0,0945	0,0192	0,0796	0,0143	0,0858	0,0286	0,1430	0,0204
	G	0,9055		0,9204		0,9142		0,8570	
8. Ind. do mobiliário	PM	0,1863	0,0117	0,1197	0,0054	0,1516	0,0079	0,1721	0,0150
	G	0,8137		0,8803		0,8484		0,8279	
9. Ind. de papel e papelão	PM	0,0299	0,0098	0,0367	0,0257	0,0458	0,0313	0,0650	0,0226
	G	0,9701		0,9633		0,9542		0,9350	
10. Ind. da borracha	PM	0,0413	0,0181	0,0511	0,0072	0,0632	0,0090	0,0678	0,0121
	G	0,9587		0,9489		0,9368		0,9322	

(continua)

Tabela 23 -- (continuação)

INDICADORES  SETORES		LL		IL		PL		F	
		DISTRIBUI- ÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICI- PAÇÃO SETO- RIAL	DISTRIBUI- ÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICI- PAÇÃO SETO- RIAL	DISTRIBUI- ÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICI- PAÇÃO SETO- RIAL	DISTRIBUI- ÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICI- PAÇÃO SETO- RIAL
11. Ind. de couros e peles	PM	0,1235	0,0035	0,1173	0,0023	0,0598	0,0047	0,1315	0,0054
	G	0,8765		0,8827		0,9402		0,8685	
12. Ind. química	PM	0,0347	0,2748	0,0221	0,2447	0,0477	0,1724	0,0521	0,2144
	G	0,9653		0,9779		0,9523		0,9479	
13. Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	PM	0,2674	0,0043	0,1474	0,0041	0,1420	0,0079	0,1754	0,0075
	G	0,7326		0,8526		0,8580		0,8246	
14. Ind. de perfumaria, sabões e velas	PM	0,1135	0,0053	0,1686	0,0023	0,1243	0,0059	0,1629	0,0067
	G	0,8865		0,8314		0,8757		0,8371	
15. Ind. de material plástico	PM	0,0917	0,0143	0,0931	0,0103	0,0559	0,0165	0,0743	0,0186
	G	0,9083		0,9069		0,9441		0,9257	
16. Ind. têxtil	PM	0,2585	0,0309	0,1608	0,0456	0,1907	0,0545	0,1542	0,0507
	G	0,7415		0,8392		0,8093		0,8458	
17. Ind. de vestuário e calçados	PM	0,1093	0,0220	0,0677	0,0093	0,0835	0,0194	0,1163	0,0283
	G	0,8907		0,9323		0,9165		0,8837	
18. Ind. de produtos alimentares	PM	0,1017	0,0823	0,0883	0,0654	0,0923	0,0841	0,1102	0,1394
	G	0,8983		0,9117		0,9077		0,8898	
19. Ind. de bebidas	PM	0,1001	0,0101	0,0535	0,0152	0,0582	0,0212	0,0766	0,0162
	G	0,8999		0,9465		0,9418		0,9234	
20. Ind. de fumo	PM	0,0033	0,0135	0,0056	0,0045	0,0030	0,0099	0,0154	0,0078
	G	0,9967		0,9944		0,9970		0,9846	

(continua)

Tabela 23 — (continuação)

INDICADORES  SETORES		LL		IL		PL		F	
		DISTRIBUI- ÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICI- PAÇÃO SETO- RIAL	DISTRIBUI- ÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICI- PAÇÃO SETO- RIAL	DISTRIBUI- ÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICI- PAÇÃO SETO- RIAL	DISTRIBUI- ÇÃO CONFORME TAMANHO RELATIVO	PARTICI- PAÇÃO SETO- RIAL
21. Ind. editorial e gráfica	PM	0,1164	0,0118	0,1187	0,0087	0,0927	0,0153	0,0999	0,0186
	G	0,8836		0,8813		0,9073		0,9001	
22. Indústrias diversas	PM	0,0866	0,0134	0,0255	0,0075	0,0462	0,0145	0,0772	0,0153
	G	0,9134		0,9745		0,9538		0,9228	
23. Ind. de utilidade pública	PM	0,0029	0,0786	0,1640	0,2364	0,0980	0,1102	0,0719	0,0321
	G	0,9971		0,8360		0,9020		0,9281	
24. Ind. de construção	PM	0,2002	0,0733	0,0857	0,0569	0,2072	0,0832	0,2105	0,0611
	G	0,7998		0,9143		0,7928		0,7895	
A — Indústria	PM	0,0844	0,5815	0,0966	0,7187	0,0949	0,6104	0,1006	0,5611
	G	0,9156		0,9034		0,9051		0,8994	
B — Agricultura e criação animal	PM	0,1330	0,0081	0,2131	0,0154	0,3115	0,0153	0,0987	0,0044
	G	0,8670		0,7869		0,6885		0,9013	
C — Serviços	PM	0,6493	0,2627	0,1534	0,1766	0,4055	0,2144	0,4211	0,0974
	G	0,3507		0,8466		0,5945		0,5789	
D — Comércio	PM	0,3279	0,1440	0,3056	0,0857	0,3621	0,1547	0,2656	0,3299
	G	0,6721		0,6944		0,6379		0,7344	
E — Diversos	PM	-0,0179	0,0036	0,4597	0,0035	0,4359	0,0051	0,5688	0,0072
	G	1,0179		0,5403		0,5641		0,4312	
Total	PM	0,2679	1,0000	0,1276	1,0000	0,2079	1,0000	0,1896	1,0000
	G	0,7321		0,8724		0,7921		0,8104	

## 5. Conclusões

As evidências empíricas observadas para a economia brasileira permitem-nos concluir que as empresas de mesmo tamanho, em diferentes setores, apresentam regularidades quanto ao comportamento dos indicadores construídos. A descrição deste comportamento nos permitiu esclarecer aspectos diferenciais do comportamento da empresa brasileira quanto à divisão de suas fontes de financiamento, nos anos de 1972 e 1975, nas duas classes de tamanho.

Os indicadores de geração e utilização dos recursos próprios permitem estabelecer as seguintes conclusões empíricas:

- A proporção dos lucros retidos com relação à poupança é maior para as empresas pequenas e médias do que para as grandes.

- A proporção de depreciação com relação à poupança é maior para as empresas grandes do que para as pequenas e médias (embora a diferença só seja estatisticamente significativa para o ano de 1975).

- A proporção das despesas (ou receitas) pela manutenção de capital de giro próprio com relação à poupança é menor para as empresas pequenas e médias do que para as grandes (embora a diferença só seja estatisticamente significativa para o ano de 1972).

- A capacidade da poupança em financiar o investimento em capital fixo das empresas pequenas e médias é menor que a das grandes.

Por estas conclusões podemos estabelecer que o peso da retenção de resultados dentro da empresa com relação aos seus recursos próprios (ou sua poupança) é maior nas empresas pequenas e médias, sendo que o peso da depreciação e da despesa (ou receita) pela manutenção do capital de giro próprio é maior nas grandes empresas (embora aquele resultado seja estatisticamente significativo apenas para o ano de 1975 e este apenas para o de 1972), provavelmente devido ao fato de as últimas possuírem maior ativo imobilizado e maior quantidade de capital de giro próprio.

A poupança das grandes empresas, cuja composição é proporcionalmente diferente da apresentada pelas pequenas e médias, conforme já indicamos, garante a elas uma maior capacidade potencial de financiamento do investimento em capital fixo do que a das empresas de menor porte.

Os indicadores de distribuição de resultados permitem estabelecer as seguintes conclusões empíricas:

— A proporção dos lucros retidos com relação aos lucros totais é maior para as empresas pequenas e médias do que para as grandes, no ano de 1975. Para o ano de 1972 ocorre o contrário, não sendo este resultado estatisticamente significativo.

— A proporção dos dividendos distribuídos é maior para as empresas grandes do que para as pequenas e médias, embora somente o sinal do coeficiente indique este fato, pois não é estatisticamente significativo.

— A proporção das distribuições a diretores e empregados é maior para as empresas grandes do que para as pequenas e médias.

Estas evidências empíricas nos levam à suposição de que as empresas grandes distribuem uma parcela maior de seus resultados do que as pequenas e médias. Assim, tendo como base esta suposição, verificamos que mesmo distribuindo parcela maior de seu resultado, aquela que permanece na empresa garante às grandes uma maior capacidade em financiar suas despesas com capital fixo.

Os indicadores de utilização de recursos de terceiros permitem estabelecer as seguintes conclusões empíricas:

— As despesas financeiras como proporção do lucro líquido são menores para as empresas pequenas e médias do que para as grandes, embora só para o ano de 1975 este resultado seja estatisticamente significativo.

— As despesas financeiras como proporção do faturamento são menores para as empresas pequenas e médias do que para as grandes.

— As despesas financeiras mais o lucro líquido como proporção do lucro líquido em 1975 são maiores para as pequenas e médias do que para as grandes (e em 1972 são menores), não sendo significativo estatisticamente em nenhum dos dois períodos.

— O capital de giro próprio com relação ao ativo imobilizado é maior para as grandes do que para as pequenas e médias, embora não seja estatisticamente significativo.

— O capital de giro líquido com relação ao ativo fixo operacional é maior para as pequenas e médias do que para as grandes.

Destas evidências empíricas pode-se concluir que o peso das despesas financeiras é menor para as empresas pequenas e médias do que para as grandes. Este resultado pode indicar que o volume de crédito canalizado para as empresas pequenas e médias é menor proporcionalmente do que para as grandes. Esta proposição deixa de ser verdadeira, caso o volume de crédito subsidiado, canalizado para as empresas pequenas e médias, seja de montante elevado, pois o fato de que elas possam estar pagando juros subsidiados faz com que o total das despesas financeiras seja proporcionalmente menor que o das grandes, em que pese o volume de crédito recebido possa ser até proporcionalmente maior. Mas este argumento pode não ser totalmente verdadeiro na medida em que as garantias colaterais sejam fatores determinantes na concessão do crédito, pois, neste caso devemos supor que as grandes empresas podem apresentar mais garantias colaterais e assim apropriarem-se de parcela relativamente maior de crédito.

Quanto ao capital de giro próprio e líquido, não há tendência claramente definida nos dois períodos, e também estas duas medidas não são exatamente comparáveis. Os resultados apenas parecem correlacionar-se com fases cíclicas: na fase ascendente do

ciclo as empresas de porte menor tem uma situação de liquidez mais folgada que as grandes, enquanto que na fase descendente a situação se inverte.

Os indicadores de rentabilidade e rotação permitem estabelecer as seguintes conclusões empíricas:

- No ano de 1975 o lucro líquido tanto em relação ao patrimônio líquido como em relação ao patrimônio líquido médio é menor para as empresas pequenas e médias do que para as grandes, embora não seja estatisticamente significativa.

- No ano de 1972 o lucro líquido sobre o ativo fixo operacional é menor para as pequenas e médias do que para as grandes.

- O lucro líquido como proporção do faturamento é menor para as empresas pequenas e médias do que para as grandes.

- O faturamento sobre o ativo fixo operacional é maior para as empresas pequenas e médias do que para as grandes.

- O faturamento sobre o patrimônio líquido, no ano de 1975, é maior para as empresas pequenas e médias do que para as grandes.

Por estes resultados podemos estabelecer que devem ser as pequenas e médias as relativamente mais eficientes, isto é, realizam mais vendas com relação ao montante de seu equipamento (e também, para 1975, com relação ao seu patrimônio líquido). Mas as margens de lucro das empresas pequenas e médias são menores que as das grandes, o que pode sugerir que as grandes tenham posição privilegiada no mercado de seu produto, possuindo algum poder de fixar preço.

Quanto às taxas de lucro, a diferença não é estatisticamente significativa em 1975, só o sendo em 1972 (no conceito lucro líquido sobre ativo fixo operacional) quando é maior para as grandes do que para as pequenas e médias.

Os outros indicadores permitem estabelecer as seguintes conclusões empíricas:

- A taxa de crescimento das pequenas e médias é maior que a das grandes, embora esta diferença não seja estatisticamente significativa.

- A concentração das operações da empresa na sua própria atividade é maior para as empresas pequenas e médias do que para as grandes, medida pelo indicador ativo fixo operacional sobre imobilizações financeiras.

- A relação entre o ativo fixo operacional e o patrimônio líquido é menor para as pequenas e médias do que para as grandes, em 1975, embora este resultado não seja estatisticamente significativo.

Podemos concluir que a maior capacidade potencial de autofinanciamento apresentada pelas empresas grandes não as leva a um padrão de crescimento substancialmente diferente em relação ao das pequenas e médias. O que podemos afirmar é que as empresas pequenas e médias têm uma maior concentração de suas atividades no seu próprio negócio, não transferindo recursos para outros setores.

Face aos resultados apresentados, as seguintes observações podem ser feitas com relação às várias posições teóricas apresentadas quanto aos problemas de utilização entre as várias fontes de financiamento à disposição das empresas. O fato de as empresas pequenas e médias, para todo e qualquer setor, apresentarem diferenças siste-



máticas com relação às grandes para muitos dos nossos indicadores nos sugere serem mais adequadas à explicação desta realidade, observada empiricamente para a economia brasileira, as hipóteses que supõem ser a dependência da empresa com relação aos recursos oriundos do mercado de capitais influenciada por vários fatores, relacionados com a posição da empresa no mercado de seu produto.

De modo geral podemos estabelecer que:

a. A hipótese teórica indicada por Wood (1975) e Eichner (1973), de que a ampliação da capacidade de autofinanciamento é um dos fatores que a empresa considera na determinação da sua política de formação de margens de lucro, é consistente com nossos resultados, pois as evidências empíricas indicam que as empresas com maior margem de lucro são as que possuem maior capacidade potencial de autofinanciamento. Isto pode sugerir que a empresa, quando a sua posição no mercado do seu produto permite, pratica uma política de preços que a conduz em direção a uma relativa independência dos recursos ofertados pelo mercado de capitais.

b. Também consistente com nossos resultados é a descrição de Steindl sobre as empresas que operam em mercados competitivos como sendo aquelas que encontram maiores limitações ao crescimento de sua margem de lucro, devido à própria concorrência, e que, para pelo menos manter a sua posição no mercado em termos da sua participação nas vendas, fazem grandes esforços para investir sua poupança na sua própria atividade, pois isto permitirá a elas ampliarem suas vendas. Este comportamento difere radicalmente do apresentado pela empresa situada em mercados oligopólicos, pois uma vez que a concorrência não impõe limitações a que ela opere com margens de lucro maiores, já que mesmo assim mantém a sua parcela de mercado, ela pode contar com relativamente maiores quantidades de recursos próprios, que não são necessariamente investidos na sua própria atividade, posto que sua posição no mercado não é ameaçada por concorrentes potenciais.

Se supusermos, de acordo com a nossa classificação de tamanho, que as empresas pequenas e médias atuam em mercados com características concorrenciais enquanto que as grandes, em mercados com características oligopólicas, verificamos que as hipóteses levantadas acima se adequam às evidências empíricas obtidas. As empresas menores operam com menor margem de lucro, seu esforço de retenção de resultados é maior e mesmo assim a sua capacidade potencial de autofinanciamento é menor, enquanto a concentração do investimento da empresa na sua própria atividade é maior. Estas características parecem ajustar-se àquelas descritas pelo autor como sendo típicas de mercados concorrenciais, pois os resultados empíricos nos dois anos em análise indicam serem grandes os esforços da empresa pequena e média em aumentar sua capacidade potencial de autofinanciamento que mesmo assim é menor que a das grandes empresas. As grandes empresas possuem as características do setor oligopólico, pois parecem operar com maiores montantes de recursos próprios, uma vez que sua margem de lucro é maior, seu esforço de retenção de resultados é menor e a concentração do investimento da empresa na sua própria atividade é também menor.

c. De modo geral, podemos concluir através das nossas evidências empíricas que na medida em que as empresas de tamanhos diferentes possuem capacidade potencial de autofinanciamento diversa, também a dependência das empresas com relação aos recursos do mercado de capitais é diversa. A empresa que opera com maior capacidade

potencial de autofinanciamento pode até utilizar relativamente mais recursos do mercado financeiro do que aquela que possui menor capacidade de autofinanciamento, mas *com certeza* estará menos sujeita a problemas de restrição de crédito, de insuficiência de alguma fonte de financiamento e de divergências com os ofertantes de recursos sobre a taxa de retorno do seu projeto de investimento. Assim, a sua possibilidade de tornar financeiramente viáveis projetos de investimento economicamente viáveis é relativamente maior, pois elas dispõem de recursos financeiros próprios.

Como conclusão geral devemos afirmar que os resultados empíricos obtidos para a economia brasileira apresentam indicações no sentido de que as formas de financiamento utilizadas pelas empresas variam entre os diversos setores e as duas classes de tamanho, mas que independente da estrutura do mercado de capitais, cuja análise fugiu ao escopo da presente pesquisa, há indicações no sentido de serem as grandes empresas aquelas que financeiramente possuem maiores possibilidades de crescimento.

Deve-se observar, adicionalmente, que as evidências empíricas obtidas para o total das empresas não financeiras nos indicam haver diferenças quanto à geração de recursos próprios, ao papel destes no financiamento do investimento em capital fixo e à forma de alocação dos resultados de suas operações entre a parcela retida e a parcela distribuída com relação ao comportamento das empresas não financeiras nos países capitalistas desenvolvidos.<sup>59</sup>

A análise da tabela 24 mostra-nos que a parcela do lucro líquido distribuída como dividendo é muito maior nas empresas americanas que nas empresas brasileiras, e mesmo assim a capacidade potencial de autofinanciamento é maior nos Estados Unidos. Isto significa que as empresas brasileiras, mesmo fazendo um esforço de retenção de resultados dentro da empresa relativamente maior, conseguem um montante de poupança com relação ao seu investimento em capital fixo relativamente menor, possuindo, assim, maior dependência dos recursos oriundos dos mercados financeiro e acionário.

Se a distribuição de dividendos é fator que influi no preço das ações (e consequentemente na possibilidade da empresa utilizar-se desta fonte de financiamento), conforme afirmam alguns dos autores analisados, é razoável estabelecer-se que a política de retenção de lucros da empresa brasileira afete o comportamento do mercado de ações, afastando os investidores que crêem serem os dividendos uma forma de maximizar os retornos de uma dada carteira de ações.<sup>60</sup>

Mas se a capacidade potencial de autofinanciamento permite à empresa manter uma dada política de investimento, independente das restrições que ela encontra quanto aos recursos oriundos do mercado de capitais, é racional este comportamento quanto à distribuição de dividendos nas empresas brasileiras. Mesmo que isso penalize a cotação de suas ações no mercado acionário (e assim diminua a possibilidade de futuras captações de recursos neste), com esta política de dividendos, as empresas garantem

<sup>59</sup> Vamos utilizar para esta comparação os dados referentes às empresas americanas, pelo fato destas representarem um padrão de comportamento numa economia capitalista avançada.

<sup>60</sup> É claro que a existência de outros títulos no mercado de capitais com remuneração real, numa conjuntura inflacionária, reforça esta tendência.

**Tabela 24 — Comparação entre alguns indicadores de empresas do Brasil e dos Estados Unidos**

	EUA	BRASIL
DIV/LL	0,49	0,24
LR/LL	0,51	0,74
DISTR/LL	—	0,02
S/I	0,90	0,81
LR/S	0,39	0,58
DEPR/S	0,67	0,26
OUTROS/S	-0,06	—
MCGP/S	—	0,16

**Notas:**

1. Os dados para os Estados Unidos são a média do período 1945 a 1975 e para o Brasil, a média dos anos 1972 e 1975.

2. A forma de construção dos indicadores de distribuição de resultados é diferente para os 2 países pois para a empresa brasileira consideramos as distribuições a diretores e empregados como sendo uma dedução do Lucro Líquido (após o Imposto de Renda). Os dados disponíveis para a empresa americana não permitem a adoção do mesmo procedimento.

3. Existem diferenças nas duas definições de poupança, mas que não nos parecem fundamentais pois:

a. para as empresas brasileiras considera-se os efeitos da inflação sobre a manutenção do capital de giro próprio;

b. para as empresas americanas os lucros das subsidiárias no exterior e a atualização do valor dos estoques são adicionados à poupança e são partes do item Outros Componentes.

O primeiro item acreditamos não ser importante para a empresa brasileira. O segundo deriva-se do princípio estabelecido pelo Sistema de Contas Nacionais (A System of National Accounts, 1968, p. 111) que consiste em avaliar os estoques de forma diversa da avaliação realizada pelas normas contábeis e que não podemos utilizar para o cálculo da poupança das empresas brasileiras por não haverem informações disponíveis. Para as empresas americanas, o peso destes dois itens na composição da poupança é -6%, em média, para todo o período. Por isso, podemos concluir que não representam parcela muito significativa da poupança das empresas americanas.

hoje uma certa capacidade de autofinanciamento que pode permitir que viabilizem financeiramente a sua taxa de crescimento desejada.

Existe uma outra diferença significativa na composição dos recursos próprios das empresas brasileiras e americanas, que é o peso da depreciação. Na economia americana o peso da depreciação como componente da poupança da empresa é tão significativa que minimiza o papel do lucro retido na sua formação. Sendo assim, não é necessária a manutenção de parcela ponderável dos lucros líquidos na empresa para que ela atinja níveis elevados de autofinanciamento. Já para a economia brasileira o peso da depreciação é bem menor que o do lucro retido, o que indica, considerado que para as empresas brasileiras esta fonte de fundos é relativamente menor, maior necessidade de retenção de resultados para se obter um certo nível de autofinanciamento.

Esta comparação pode explicar uma característica da empresa brasileira, que é o uso intensivo de recursos do mercado financeiro,<sup>61</sup> pois sua política de dividendos

<sup>61</sup> É claro que o sistema financeiro nacional, com sua política de crédito subsidiado, reforça esta tendência.

diminui a atratividade do mercado acionário sob a ótica dos investidores. Nestas condições, quando os recursos próprios são insuficientes, a empresa deve recorrer prioritariamente ao mercado financeiro.<sup>62</sup>

---

<sup>62</sup> Esta tendência difere entre os vários tamanhos de empresas, conforme já indicamos anteriormente.

## 6. Anexos

### 6.1 Descrição do Teste Elaborado para Seleção das Empresas

As informações apresentadas pelas empresas componentes das duas amostras foram submetidas a um teste de consistência interna. A estrutura do formulário para declaração do Imposto de Renda Pessoa Jurídica é tal que uma determinada informação é a soma de vários itens declarados anteriormente, e esta é transposta para outros quadros do formulário. Sendo assim, a forma de verificar a consistência das informações que utilizamos foi a de recalcular os totais através da soma dos itens e verificar se confere com o total declarado pela empresa nas várias vezes em que é prestada a mesma informação.

O teste abrange uma grande parcela do questionário, mas exclui aquelas informações que não utilizaremos no cálculo dos indicadores.

O teste consiste em verificar se cada empresa da amostra apresenta os seguintes erros:

1. **ERRO LUCROS E PERDAS:** ocorre quando a soma de todos os itens que compõem os quadros de receita, deduzindo-se os itens que compõem os quadros de despesas não são iguais, pelo menos uma vez, das três vezes que a empresa declara o seu lucro real (todos os testes permitem uma margem de erro de 5% a mais ou a menos).

2. **ERRO ATIVO IMOBILIZADO:** ocorre quando a soma dos vários itens que compõem o ativo imobilizado não é igual ao ativo imobilizado total declarado pela empresa.

3. **ERRO DIVIDENDO:** ocorre quando a soma dos vários itens que compõem as aplicações de recursos pela empresa não é igual ao total declarado pela empresa.

4. **ERRO CAPITAL DE GIRO:** ocorre quando a soma dos itens que compõem o capital de giro próprio não confere com o total declarado pela empresa. Este teste só foi realizado para a amostra das declarações do ano de 1975.

5. **ERRO CAPITAL E RESERVAS:** ocorre quando a soma dos itens que compõem o quadro não é igual ao total declarado. Este teste só foi realizado para a amostra das declarações do ano de 1975.

6. **ERRO IMPOSTO DE RENDA:** ocorre quando a soma dos itens que compõem o imposto de renda devido não é igual ao total declarado.

Selecionamos, para calcular os indicadores, aquelas empresas que não apresentaram nenhum dos erros descritos acima e que adicionalmente não apresentaram alguns itens zerados.

## 6.2 Tabelas Descritivas das Amostras e da Participação das Empresas Seleccionadas

Tabela 1 — Número total das empresas da amostra — 1972

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO										Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Extração e tratamento de minerais	3	51	40	34	29	35	50	59	69	199	569
Ind. de produtos minerais não-metálicos	6	30	15	17	25	26	44	39	67	142	411
Indústria metalúrgica	3	18	15	17	22	23	36	53	64	496	747
Indústria mecânica	5	31	18	17	21	23	36	42	44	236	473
Ind. de materiais elétricos e de comunicação	1	4	4	4	5	8	10	16	24	181	257
Ind. de materiais de transporte	1	3	3	4	5	6	11	12	21	187	253
Ind. da madeira	2	27	21	18	22	33	45	59	80	127	434
Ind. do mobiliário	3	28	19	17	19	24	31	44	44	77	306
Ind. de papel e papelão	0	4	3	4	7	6	9	15	18	124	190
Ind. da borracha	0	4	3	3	7	5	7	9	20	59	117
Ind. de couros e peles	0	5	5	4	8	9	9	14	20	66	140
Indústria química	1	5	3	4	6	10	10	18	28	267	352
Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	0	2	3	4	6	6	9	9	12	92	143
Ind. de perfumaria, sabões e velas	1	6	3	5	6	6	8	12	15	33	95
Ind. de material plástico	2	5	5	6	6	8	11	13	25	90	171
Indústria têxtil	2	6	7	9	8	11	16	23	41	547	670
Ind. de vestuário e calçados	3	23	16	18	23	30	43	49	77	185	467
Ind. de produtos alimentares	4	32	31	38	49	69	68	88	132	928	1.439
Prep. e fabricação de conserva de pescado	0	3	2	1	3	3	6	5	6	17	46
Ind. de bebidas	1	5	5	5	10	10	13	17	18	70	154
Ind. de fumo	1	4	5	3	4	2	2	4	2	19	46
Ind. editorial e gráfica	3	12	11	15	20	20	26	27	32	97	263

(continua)

Tabela I – continuação

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO										Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Indústrias diversas	4	13	10	12	17	18	24	30	36	130	294
Ind. de utilidade pública	1	3	3	3	2	5	2	4	6	21	50
Geração e fornecimento de energia elétrica	2	3	2	4	3	5	1	6	4	41	71
Indústria de construção	0	9	9	10	15	21	31	41	70	455	661
Agricultura e extração vegetal	0	0	0	1	1	1	1	1	0	1	6
Pecuária	0	4	3	5	7	7	11	11	12	26	86
Caça e pesca	1	4	5	7	6	8	11	12	14	21	89
Atividades agrícolas não classificadas	0	3	3	5	5	4	4	6	10	9	49
Serviços de transporte	4	24	28	30	30	38	49	66	72	344	685
Serviços de comunicações	3	9	7	7	8	10	12	16	19	86	177
Serviços de alojamento e alimentação	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2
Serviços de reparos e conservação	1	34	27	23	29	29	34	40	27	16	260
Serviços pessoais	5	20	10	9	13	18	13	16	26	14	144
Serviços comerciais	20	102	50	35	52	39	57	55	23	18	451
Serviços de diversões	21	142	104	94	88	86	93	121	138	133	1.020
Serviços não classificados	2	15	9	7	13	15	19	16	17	18	131
Comércio em geral	84	781	828	743	819	885	1.020	1.078	1.105	3.051	10.394
Coop., incorp. e loteamento de imóveis	7	19	12	10	14	13	14	25	25	40	179
Atividades diversas	24	112	90	81	102	116	150	164	181	500	1.520
Não classificados	4	20	18	17	22	22	23	33	52	117	328
Total	225	1.625	1.455	1.351	1.558	1.713	2.069	2.368	2.696	9.280	24.340

Tabela II — Número total das empresas selecionadas da amostra — 1972

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO										Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Extração e tratamento de minerais	0	20	18	21	23	20	32	31	51	136	352
Ind. de produtos minerais não-metálicos	0	12	8	9	15	19	33	30	54	123	303
Indústria metalúrgica	1	7	8	10	18	14	24	39	48	412	581
Indústria mecânica	1	17	12	8	14	16	24	33	35	199	359
Ind. de materiais elétricos e de comunicação	0	0	2	1	4	5	9	11	18	148	198
Ind. de materiais de transporte	0	1	2	3	2	5	7	10	15	162	207
Ind. da madeira	1	8	12	14	12	23	36	46	63	103	318
Ind. do mobiliário	0	10	15	9	14	19	20	32	37	64	220
Ind. de papel e papelão	0	2	3	3	5	6	5	13	11	107	155
Ind. da borracha	0	2	2	3	2	4	3	5	18	50	89
Ind. de couros e peles	0	3	3	2	6	7	7	8	15	50	101
Indústria química	0	2	2	0	3	8	7	17	24	211	274
Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	0	0	1	3	6	4	5	6	11	71	107
Ind. de perfumaria, sabões e velas	0	3	2	4	3	4	5	10	10	25	66
Ind. de material plástico	2	1	1	4	3	6	10	8	21	76	132
Indústria têxtil	0	2	2	8	7	6	10	17	28	451	531
Ind. de vestuário e calçados	0	8	8	7	16	21	29	35	57	149	330
Ind. de produtos alimentares	1	10	21	24	33	49	51	52	95	724	1.060
Prep. e fabricação de conserva de pescado	0	0	1	1	2	2	3	4	5	9	27
Ind. de bebidas	0	2	2	4	7	7	11	11	16	56	116
Ind. de fumo	0	2	3	1	2	2	1	2	1	14	28
Ind. editorial e gráfica	0	4	7	9	9	14	18	21	22	72	176

(continua)



Tabela II – continuação

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Total
Indústrias diversas	2	8	7	9	14	15	18	24	31	110	238
Ind. de utilidade pública	0	1	1	2	1	3	0	1	5	13	27
Geração e fornecimento de energia elétrica	0	1	1	3	2	2	0	3	2	24	38
Indústria de construção	0	3	3	8	10	13	17	21	47	274	396
Agricultura e extração vegetal	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	2
Pecuária	0	2	3	4	5	2	8	8	7	18	57
Caça e pesca	1	2	4	3	5	4	7	8	9	16	59
Atividades agrícolas não classificadas	0	2	1	2	3	3	1	3	6	7	28
Serviços de transporte	2	9	15	19	19	27	30	47	45	229	442
Serviços de comunicações	1	3	3	3	6	7	7	9	10	59	108
Serviços de alojamento e alimentação	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2
Serviços de reparos e conservação	0	16	16	13	24	17	23	25	20	12	166
Serviços pessoais	2	8	2	6	9	14	10	11	14	5	81
Serviços comerciais	1	55	25	18	32	28	44	43	19	16	281
Serviços de diversões	4	67	72	58	65	59	62	88	89	98	662
Serviços não classificados	0	6	4	3	9	12	14	12	14	13	87
Comércio em geral	15	335	523	515	599	677	773	850	887	2.520	7.694
Cooperativas, incorp. e lot. de imóveis	3	8	8	8	8	10	9	17	17	32	120
Atividades diversas	4	53	48	48	62	78	92	120	137	358	1.000
Não classificados	1	11	8	9	10	11	17	24	31	82	204
Total	42	706	879	880	1.090	1.243	1.483	1.755	2.045	7.299	17.422

Tabela III — Proporção das empresas selecionadas sobre o total da amostra — 1972, por faixa de faturamento e setor de atividade

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Total
Extração e tratamento de minerais	0	0,39	0,45	0,62	0,79	0,57	0,64	0,53	0,74	0,68	0,62
Ind. de produtos minerais não-metálicos	0	0,40	0,53	0,53	0,60	0,73	0,75	0,77	0,81	0,87	0,74
Indústria metalúrgica	0,33	0,39	0,53	0,59	0,82	0,61	0,67	0,74	0,75	0,83	0,78
Indústria mecânica	0,20	0,55	0,67	0,47	0,67	0,70	0,67	0,79	0,80	0,84	0,76
Ind. de materiais elétricos e de comunicação	0	0	0,50	0,25	0,80	0,63	0,90	0,69	0,75	0,82	0,77
Ind. de materiais de transporte	0	0,33	0,67	0,75	0,40	0,83	0,64	0,83	0,71	0,87	0,82
Ind. da madeira	0,50	0,30	0,57	0,78	0,55	0,70	0,80	0,78	0,79	0,81	0,73
Ind. do mobiliário	0	0,36	0,79	0,53	0,74	0,79	0,65	0,73	0,84	0,83	0,72
Ind. de papel e papelão	—	0,50	1,00	0,75	0,71	1,00	0,56	0,87	0,61	0,86	0,82
Ind. da borracha	—	0,50	0,67	1,00	0,29	0,80	0,43	0,56	0,90	0,85	0,76
Ind. de couros e peles	—	0,60	0,60	0,50	0,75	0,78	0,78	0,57	0,75	0,76	0,72
Indústria química	0	0,40	0,67	0	0,50	0,80	0,70	0,94	0,86	0,79	0,78
Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	—	0	0,33	0,75	1,00	0,67	0,56	0,67	0,92	0,77	0,75
Ind. de perfumaria, sabões e velas	0	0,50	0,67	0,80	0,50	0,67	0,63	0,83	0,67	0,76	0,69
Ind. de material plástico	1,00	0,20	0,20	0,67	0,50	0,75	0,91	0,62	0,84	0,84	0,77
Indústria têxtil	0	0,33	0,29	0,89	0,88	0,55	0,63	0,74	0,68	0,82	0,79
Ind. de vestuário e calçados	0	0,35	0,50	0,39	0,70	0,70	0,67	0,71	0,74	0,81	0,71
Ind. de produtos alimentares	0,25	0,31	0,68	0,63	0,67	0,71	0,75	0,60	0,72	0,78	0,74
Prep. e fabricação de conservas de pescado	—	0	0,50	1,00	0,67	0,67	0,50	0,80	0,83	0,53	0,59
Ind. de bebidas	0	0,40	0,40	0,80	0,70	0,70	0,85	0,65	0,89	0,80	0,75
Ind. de fumo	0	0,50	0,60	0,33	0,50	1,00	0,50	0,50	0,50	0,74	0,60
Ind. editorial e gráfica	0	0,33	0,64	0,60	0,45	0,70	0,69	0,78	0,69	0,74	0,67

(continua)

Tabela III – continuação

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Total
Indústrias diversas	0,50	0,62	0,70	0,75	0,82	0,83	0,75	0,80	0,86	0,85	0,81
Ind. de utilidade pública	0	0,33	0,33	0,67	0,50	0,60	0	0,25	0,83	0,62	0,54
Geração e fornecimento de energia elétrica	0	0,33	0,50	0,75	0,67	0,40	0	0,50	0,50	0,59	0,53
Indústria de construção	—	0,33	0,33	0,80	0,67	0,65	0,55	0,51	0,67	0,60	0,60
Agricultura e extração vegetal	—	—	—	0	0	0	1,00	0	—	1,00	0,33
Pecuária	—	0,50	1,00	0,80	0,71	0,29	0,73	0,73	0,58	0,69	0,67
Caça e pesca	1,00	0,50	0,80	0,43	0,83	0,50	0,64	0,67	0,64	0,76	0,66
Atividades agrícolas não classificadas	—	0,67	0,33	0,40	0,60	0,75	0,25	0,50	0,60	0,78	0,57
Serviços de transporte	0,50	0,38	0,53	0,63	0,63	0,71	0,61	0,71	0,63	0,67	0,65
Serviços de comunicações	0,33	0,33	0,43	0,43	0,75	0,70	0,58	0,56	0,53	0,69	0,61
Serviços de alojamento e alimentação	—	—	—	1,00	1,00	—	—	—	—	—	1,00
Serviços de reparos e conservação	0	0,47	0,59	0,57	0,83	0,59	0,68	0,63	0,74	0,75	0,64
Serviços pessoais	0,40	0,40	0,20	0,67	0,69	0,78	0,77	0,69	0,54	0,36	0,57
Serviços comerciais	0,05	0,54	0,50	0,51	0,62	0,72	0,77	0,78	0,83	0,89	0,62
Serviços de diversões	0,20	0,47	0,70	0,62	0,74	0,69	0,67	0,73	0,64	0,74	0,65
Serviços não classificados	0	0,40	0,44	0,43	0,69	0,80	0,74	0,75	0,82	0,72	0,66
Comércio em geral	0,18	0,43	0,63	0,69	0,73	0,76	0,76	0,79	0,80	0,83	0,74
Cooperativas, incorp. e lot. de imóveis	0,42	0,42	0,67	0,80	0,57	0,77	0,64	0,68	0,68	0,80	0,67
Atividades diversas	0,17	0,47	0,53	0,59	0,61	0,67	0,61	0,73	0,76	0,72	0,66
Não classificados	0,25	0,55	0,44	0,53	0,45	0,50	0,74	0,73	0,60	0,70	0,62
Total	0,19	0,43	0,60	0,65	0,70	0,73	0,72	0,74	0,76	0,79	0,72

Obs.: Não há empresas nestes cruzamentos.

Tabela IV – Número de empresas na população e na amostra de 1972, por setor de atividade

SETOR DE ATIVIDADE	POPULAÇÃO	AMOSTRA
Extração e tratamento de minerais	13.688	569
Ind. de produtos minerais não-metálicos	8.785	411
Indústria metalúrgica	8.388	747
Indústria mecânica	7.827	473
Ind. de materiais elétricos e de comunicação	1.723	257
Ind. de materiais de transporte	1.330	253
Ind. da madeira	9.086	434
Ind. do mobiliário	5.687	306
Ind. de papel e papelão	1.074	190
Ind. da borracha	1.001	117
Ind. de couros e peles	1.574	140
Indústria química	1.850	352
Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	593	143
Ind. de perfumaria, sabões e velas	640	95
Ind. de material plástico	1.428	171
Indústria têxtil	4.057	670
Ind. de vestuário e calçados	8.490	467
Ind. de produtos alimentares	20.176	1.439
Prep. e fabr. de conservas de pescado	118	46
Ind. de bebidas	2.646	154
Indústria de fumo	153	46
Ind. editorial e gráfica	3.774	263
Indústrias diversas	4.499	294
Ind. de utilidade pública	65	50
Geração e fornec. de energia elétrica	114	71
Ind. de construção	6.078	661
Agricultura e extração vegetal	6	6
Pecuária	969	86
Caça e pesca	767	89
Atividade agrícola não classificada	181	49
Serviços de transporte	10.923	685
Serviços de comunicações	2.156	177
Serviços de alojamento e alimentação	4	2
Serv. de reparação, manut. e conservação	5.395	260
Serviços pessoais	2.586	144
Serviços comerciais	14.857	451
Serviços de diversões	28.171	1.020
Serviços não classificados	2.365	131
Comércio em geral	414.219	10.394
Cooperativas, incorp. e loteam. de imóveis	2.244	179
Atividades diversas	38.753	1.520
Não classificados	5.364	328
Total	643.804	24.340

Tabela V — Número total das empresas da amostra — 1975

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO									Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Extração e tratamento de minerais	16	11	19	23	33	39	44	30	39	254
Ind. de produtos minerais não-metálicos	27	37	47	58	90	123	106	59	105	652
Indústria metalúrgica	18	40	63	78	116	233	300	237	329	1.414
Indústria mecânica	16	16	28	43	76	126	187	163	214	869
Ind. de materiais elétricos e de comunicação	9	14	21	15	25	51	91	55	133	414
Ind. de materiais de transporte	12	10	20	18	27	42	73	63	129	394
Ind. da madeira	35	44	52	85	127	214	161	103	69	890
Ind. do mobiliário	19	39	45	53	84	101	123	79	50	593
Ind. de papel e papelão	11	10	13	15	22	45	56	62	76	310
Ind. da borracha	12	11	14	15	13	29	30	37	30	191
Ind. de couros e peles e prods. similares	11	11	15	18	19	25	32	26	32	189
Indústria química	20	13	13	21	28	55	88	98	177	513
Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	15	10	9	9	12	15	37	27	52	186
Ind. de perfumaria, sabões e velas	15	9	15	11	14	22	18	14	23	141
Ind. de produtos de matéria plástica	12	16	16	26	46	63	94	74	67	414
Indústria têxtil	22	22	22	31	57	94	171	136	279	834
Ind. de vestuário, calçados e artef. de tecidos	24	38	63	93	141	209	233	155	98	1.054
Ind. de produtos alimentares	39	44	86	120	194	277	356	331	565	2.012
Ind. de bebidas	12	12	17	16	32	36	46	27	51	249

(continua)

Tabela V – continuação

SETOR DE ATIVIDADES	CLASSES DE FATURAMENTO									Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Indústria de fumo	2	12	9	3	5	8	2	4	14	59
Ind. editorial e gráfica	8	24	44	56	90	105	93	55	72	547
Indústrias diversas	12	28	29	32	55	66	79	54	66	421
Ind. de utilidade pública	10	9	7	10	5	9	9	9	48	116
Ind. de construção	40	25	41	54	102	165	251	264	378	1.320
Agricultura e criação animal	25	15	15	20	44	77	76	51	46	369
Serviços de transporte	33	59	89	90	127	163	225	212	230	1.228
Serviços de comunicações	12	10	14	18	15	18	14	17	36	154
Serviços de alojamento e alimentação	24	336	362	170	110	87	61	46	30	1.226
Serv. de reparação, manut. e conservação	18	85	58	47	49	47	41	14	6	365
Serviços pessoais	29	93	85	70	89	116	110	94	36	722
Serviços comerciais	50	159	148	121	150	166	212	201	196	1.403
Serviços de diversões	9	12	11	12	15	12	14	9	8	102
Comércio atacadista	106	62	124	176	338	610	897	892	926	4.131
Comércio varejista	369	1.103	1.458	1.308	1.728	2.081	2.057	1.338	1.234	12.676
Com. incorp., loteam. e adm. de imóveis	24	24	26	33	30	41	42	27	34	281
Ativ. não especificadas ou não classificadas	21	16	20	13	23	32	36	29	37	227
Cooperativas	23	9	11	9	17	24	40	50	114	297
Total	1.160	2.488	3.129	2.990	4.148	5.626	6.505	5.142	6.029	37.217

Tabela VI – Número total das empresas selecionadas da amostra – 1975

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO									Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Extração e tratamento de minerais	3	1	6	9	21	23	26	19	30	138
Ind. de produtos minerais não-metálicos	5	7	19	31	46	76	67	34	89	374
Indústria metalúrgica	7	11	29	44	66	155	215	184	267	978
Indústria mecânica	2	8	13	28	46	91	143	129	174	634
Ind. de materiais elétricos e de comunicação	2	4	9	7	14	36	72	40	110	294
Ind. de materiais de transporte	2	4	5	11	15	23	51	48	102	261
Ind. da madeira	8	23	28	37	62	129	109	75	49	520
Ind. do mobiliário	6	16	18	28	47	67	84	59	39	364
Ind. de papel e papelão	3	2	5	7	12	30	44	49	54	206
Ind. da borracha	3	3	7	7	6	25	16	27	22	116
Ind. de couros e peles e prods. similares	3	3	7	10	13	16	24	23	25	124
Indústria química	5	4	4	10	18	37	65	66	140	349
Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	1	5	0	3	8	11	32	23	38	121
Ind. de perfumaria, sabões e velas	4	5	5	7	7	10	15	10	20	83
Ind. de produtos de matéria plástica	2	5	9	14	23	49	66	56	57	281
Indústria têxtil	8	9	11	19	29	57	117	108	216	574
Ind. de vestuário, calçados e artef. de tecidos	9	16	24	47	100	143	180	122	85	726
Ind. de produtos alimentares	9	11	34	46	97	172	220	227	401	1.217
Ind. de bebidas	1	5	4	5	16	27	30	19	39	146

(continua)

Tabela VI – continuação

SETOR DE ATIVIDADES	CLASSES DE FATURAMENTO									Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Indústria de fumo	0	1	1	1	2	6	1	2	6	20
Ind. editorial e gráfica	3	8	9	31	51	68	59	36	56	321
Indústrias diversas	0	9	15	14	38	49	54	35	56	270
Ind. de utilidade pública	0	1	3	4	2	5	5	5	20	45
Ind. de construção	4	6	18	22	48	90	143	162	218	711
Agricultura e criação animal	7	4	7	10	16	33	48	32	28	185
Serviços de transporte	6	15	37	46	62	86	124	113	127	616
Serviços de comunicações	0	3	4	8	10	9	7	10	17	68
Serviços de alojamento e alimentação	5	156	215	106	82	63	40	26	25	718
Serv. de reparação, manut. e conservação	1	39	31	21	32	26	28	12	6	196
Serviços pessoais	6	44	36	32	42	74	68	58	25	385
Serviços comerciais	14	63	66	48	71	102	140	134	127	765
Serviços de diversões	2	2	2	4	13	10	10	6	6	55
Comércio atacadista	35	22	49	105	174	373	588	634	694	2.674
Comércio varejista	86	418	660	681	975	1.305	1.296	955	1.002	7.478
Com. incorp. e loteam. e adm. de imóveis	9	8	13	19	20	18	25	18	22	152
Ativ. não especificadas ou não classificadas	2	5	6	1	8	16	20	17	17	92
Cooperativas	0	2	2	2	4	9	12	16	32	79
Total	263	948	1.411	1.525	2.296	3.519	4.344	3.589	4.441	22.336



Tabela VII — Proporção das empresas selecionadas sobre o total da amostra — 1975, por faixas de faturamento e setor de atividade

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Total
Extração e tratamento de minerais	0,19	0,09	0,32	0,39	0,64	0,59	0,59	0,63	0,77	0,54
Ind. de produtos minerais não-metálicos	0,19	0,19	0,40	0,53	0,51	0,62	0,63	0,58	0,85	0,57
Indústria metalúrgica	0,39	0,28	0,46	0,56	0,57	0,67	0,72	0,78	0,81	0,69
Indústria mecânica	0,13	0,50	0,46	0,65	0,61	0,72	0,76	0,79	0,81	0,73
Ind. de materiais elétricos e de comunicação	0,22	0,29	0,43	0,47	0,56	0,71	0,79	0,73	0,83	0,71
Ind. de materiais de transporte	0,17	0,40	0,25	0,61	0,56	0,55	0,70	0,76	0,79	0,66
Ind. da madeira	0,23	0,52	0,54	0,44	0,49	0,60	0,68	0,73	0,71	0,58
Ind. do mobiliário	0,32	0,41	0,40	0,53	0,56	0,66	0,68	0,75	0,78	0,61
Ind. de papel e papelão	0,27	0,20	0,38	0,47	0,55	0,67	0,79	0,79	0,71	0,66
Ind. da borracha	0,25	0,27	0,50	0,47	0,46	0,86	0,53	0,73	0,73	0,61
Ind. de couros e peles e prods. similares	0,27	0,27	0,47	0,56	0,68	0,64	0,75	0,88	0,78	0,66
Indústria química	0,25	0,31	0,31	0,48	0,64	0,67	0,74	0,67	0,79	0,68
Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	0,07	0,50	0,00	0,33	0,67	0,73	0,86	0,85	0,73	0,65
Ind. de perfumaria, sabões e velas	0,27	0,56	0,33	0,64	0,50	0,45	0,83	0,71	0,87	0,59
Ind. de produtos de matéria plástica	0,17	0,31	0,56	0,54	0,50	0,78	0,70	0,76	0,85	0,68
Indústria têxtil	0,36	0,41	0,50	0,61	0,51	0,61	0,68	0,79	0,77	0,69
Ind. de vestuário, calçados e artef. de tecidos	0,38	0,42	0,38	0,51	0,71	0,68	0,77	0,79	0,87	0,69
Ind. de produtos alimentares	0,23	0,25	0,40	0,38	0,50	0,62	0,62	0,69	0,71	0,60
Ind. de bebidas	0,08	0,42	0,24	0,31	0,50	0,75	0,65	0,70	0,76	0,59

(continua)

Tabela VII – continuação

SETOR DE ATIVIDADE	CLASSES DE FATURAMENTO									Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Indústria de fumo	0,00	0,08	0,11	0,33	0,40	0,75	0,50	0,50	0,43	0,34
Ind. editorial e gráfica	0,38	0,33	0,20	0,55	0,57	0,65	0,63	0,65	0,78	0,59
Indústrias diversas	0,00	0,32	0,52	0,44	0,69	0,74	0,68	0,65	0,85	0,64
Ind. de utilidade pública	0,00	0,11	0,43	0,40	0,40	0,56	0,56	0,56	0,42	0,39
Ind. de construção	0,10	0,24	0,44	0,41	0,47	0,55	0,57	0,61	0,58	0,54
Agricultura e criação animal	0,28	0,27	0,47	0,50	0,36	0,43	0,63	0,63	0,61	0,50
Serviços de transporte	0,18	0,25	0,42	0,51	0,49	0,53	0,55	0,53	0,55	0,50
Serviços de comunicações	0,00	0,30	0,29	0,44	0,67	0,50	0,50	0,59	0,47	0,44
Serviços de alojamento e alimentação	0,21	0,46	0,59	0,62	0,75	0,72	0,66	0,57	0,83	0,59
Serv. de reparação, manut. e conservação	0,06	0,46	0,53	0,45	0,65	0,55	0,68	0,86	1,00	0,54
Serviços pessoais	0,21	0,47	0,42	0,46	0,47	0,64	0,62	0,62	0,69	0,53
Serviços comerciais	0,28	0,40	0,45	0,40	0,47	0,61	0,66	0,67	0,65	0,55
Serviços de diversões	0,22	0,17	0,18	0,33	0,87	0,83	0,71	0,67	0,75	0,54
Comércio atacadista	0,33	0,35	0,40	0,60	0,51	0,61	0,66	0,71	0,75	0,65
Comércio varejista	0,23	0,38	0,45	0,52	0,56	0,63	0,68	0,71	0,81	0,59
Com. incorp. e loteam. e adm. de imóveis	0,38	0,33	0,50	0,58	0,67	0,44	0,60	0,67	0,65	0,54
Ativ. não especificadas ou não classificadas	0,10	0,31	0,30	0,08	0,35	0,50	0,56	0,59	0,46	0,41
Cooperativas	0,00	0,22	0,18	0,22	0,24	0,38	0,30	0,32	0,28	0,27
Total	0,23	0,38	0,45	0,51	0,55	0,85	0,67	0,70	0,74	0,60

Tabela VIII — Número de empresas na população e na amostra de 1975, por setor de atividade

SETOR DE ATIVIDADE	POPULAÇÃO	AMOSTRA
Extração e tratamento de minerais	2.186	254
Ind. de produtos minerais não-metálicos	7.137	652
Indústria metalúrgica	9.907	1.414
Indústria mecânica	4.889	869
Ind. de materiais elétricos e de comunicações	2.001	414
Ind. de materiais de transporte	1.964	394
Ind. da madeira	8.452	890
Ind. do mobiliário	6.312	593
Ind. de papel e papelão	1.260	310
Ind. da borracha	946	191
Ind. de couro e peles e produtos similares	1.034	189
Indústria química	2.024	513
Ind. de produtos farmacêuticos e veterinários	593	186
Ind. de perfumaria, sabões e velas	662	141
Ind. de produtos de matéria plástica	2.196	414
Indústria têxtil	4.252	834
Ind. de vestuário, calçados e artefatos de tecidos	9.264	1.054
Ind. de produtos alimentares	13.791	2.012
Ind. de bebidas	1.534	249
Indústria de fumo	113	59
Ind. editorial e gráfica	5.049	547
Indústrias diversas	3.713	421
Ind. de utilidade pública	257	116
Ind. de construção	10.113	1.320
Agricultura e criação animal	3.334	369
Serviços de transporte	16.185	1.228
Serviços de comunicações	1.425	154
Serviços de alojamento e alimentação	58.534	1.226
Serv. de reparação, manut. e conservação	15.082	365
Serviços pessoais	18.872	722
Serviços comerciais	35.044	1.403
Serviços de diversões	1.514	102
Comércio atacadista	31.320	4.131
Comércio varejista	258.923	12.676
Comércio, incorp. e loteam. e adm. de imóveis	6.248	281
Atividades não especificadas ou não classificadas	3.247	227
Cooperativas	1.704	297
Total	551.081	37.217

Tabela IX – Classes de faturamento – 1975 – Cr\$ mil

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Até 40	40 200	200 500	500 1.000	1.000 2.000	2.000 4.000	4.000 8.000	8.000 16.000	Mais de 16.000

Tabela X – Classes de faturamento – 1972 – Cr\$ mil

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
0 10	10 50	50 100	100 200	200 400	400 800	800 1.600	1.600 3.200	3.200 6.400	Mais de 6.400

## **Abstract**

This monograph tries to check some aspects concerning the sources of capital investment by the enterprises in Brazil. At first we make a critical analysis of the literature and supported by empirical evidences available from other countries we try to outline the relationship between the enterprises and the financial and equity markets in these countries. Then we search typical indicators of the relationship standard of the non-financial enterprises referring to the composition of own resources, the way the results are distributed, the degree of external resource utilization, the return levels, the increase rate of the capital stock and others. The several indicators try to check out the type of the enterprise's relationship with the financial and shareholding markets by means of an analysis of how much its expansion is based on resources coming from its own activities or from external sources. The data is based on two typical samples of the total amount of Brazil's enterprises for 1972 and 1975. These samples derive from Income Tax Statements.

## 7. Referências Bibliográficas

- BANK OF ENGLAND. *An introduction to flow of funds accounting*. 1952-70 [London] 1972.
- BAUMOL, W. J. *Business behavior value and growth*. London, MacMillan, 1967.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília, v. 15, n. 6, jun. 1979.
- COCHRAN, W. G. *Técnicas de amostragem*. Rio de Janeiro, USAID, 1965.
- DOBROVOLSKY, S. P. *Corporate income retention 1915-43*. New York, National Bureau of Economic Research, 1951.
- DUESENBERY, J. *Business cycles and economic growth*. New York, McGraw-Hill, 1958.
- EICHNER, A. S. A theory of the determination of the mark-up under oligopoly. *Economic Journal*, London, 83 (332): 1184-200, Dec. 1973
- FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Flow of funds accounts 1946-1975; annual total flows and year-end assets and liabilities*. Washington, 1976.
- \_\_\_\_\_. *Introduction to flow of funds*. Washington, 1975.
- GLAT, M. *A descapitalização da empresa nacional*. Rio de Janeiro, Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 1977.
- GONÇALVES, C. E. N. *A pequena e média empresa na estrutura industrial brasileira, 1949-1970*. Campinas, UNICAMP, 1976.
- HAZLEDINE, T. Determination of mark-up under oligopoly: a comment. *Economic Journal*, London, 84 (336): 967-80, Dec. 1974.
- IMPOSTO DE RENDA PESSOA JURÍDICA. Brasília, CIEF, 1976.
- LINTER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *The American Economic Review*, Princeton, 46 (2): 97-113, May 1956.
- MARRIS, R. & WOOD, A. *The corporate economy*. London, MacMillan, 1971.
- MARTONE, C. & FILARDO, M. L. R. *Metodologia e estimativa da poupança e investimento setoriais*. São Paulo, FIPE, 1976.

- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Princeton, 49 (4): 655-69, Sept. 1959.
- NERLOVE, M. Factors affecting differences among rates of return on investment in individual common stocks. *The Review of Economics and Statistics*, Cambridge, 50 (3):312-28, Aug. 1968.
- OLIVEIRA, J. T. et alii. *Sistematização das informações econômico-fiscais*. São Paulo, FIPE, 1974.
- ONU. *A system of national accounts*. New York, 1968.
- PROJETO matriz de fluxos de fundos [s. 1.] MF/BACEN/FGV/FIPE, 1977.
- STEINDL, J. *Maturity and stagnation in American capitalism*. Oxford, B. Blackwell, 1952.
- SUZIGAN, W. et alii. *Financiamento de projetos industriais no Brasil*. Rio de Janeiro, IPEA, 1972.
- TEIXEIRA JR., W. *Um estudo da política de financiamento das empresas no Brasil na década de 70*. São Paulo, FEA, 1977.
- TURNOVSKY, S. The allocation of corporate profits between dividends and retained earnings. *The Review of Economics and Statistics*, Cambridge, 49 (4): 583-89, Nov. 1967.
- WONNACOTT, T. H. & WONNACOTT, R. J. *Introductory statistics for business and economics*. New York, J. Willey, 1977.
- WOOD, A. *A theory of profits*. London, Cambridge University Press, 1975.
- YOSEF, B. S. & KOLODNY, R. Dividend policy and capital market theory. *The Review of Economics and Statistics*, Cambridge, 58 (2): 181-90, May 1976.

**Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico**  
Av. Rio Branco, 53  
Rio de Janeiro — RJ  
CEP 20090 — Telex: (021) 22466  
Tel.: 291-4442

## **Representações**

**Representação em São Paulo**  
Av. São Luiz, 50 - 25.º andar - conj. 251 A/C  
São Paulo — SP  
CEP 01046 — Telex: (011) 21045  
Tel.: 257-6122

**Representação no Nordeste**  
Rua Riachuelo, 105 - 7.º andar  
Recife — PE  
CEP 50000 — Telex: (081) 2016  
Tel.: 231-0200

**Representação no Distrito Federal**  
Setor Bancário Sul - conj. 1 - bloco E - 13.º andar  
Brasília — DF  
CEP 70070 — Telex: (061) 1190  
Tel.: 225-1350

**Representação em Washington**  
Embaixada do Brasil  
3007 Whitehaven Street, N.W.  
Washington D. C. 20008 — USA  
Telex: 440013 — Tel. Columbia 5-9880

## **Subsidiárias**

**FINAME - Agência Especial de Financiamento Industrial**  
Rua da Candelária, 60 - 3.º andar  
Rio de Janeiro — RJ  
CEP 20091 — Telex: (021) 21857  
Tel.: 233-5022

**EMBramec - Mecânica Brasileira S.A.**  
Av. Rio Branco, 31 - 22.º andar  
Rio de Janeiro — RJ  
CEP 20090 — Telex: (021) 22466  
Tel.: 233-1622

**FIBASE - Insumos Básicos S.A. Financiamento e Participações**  
Av. Rio Branco, 31 - 20.º andar  
Rio de Janeiro — RJ  
CEP 20090 — Telex: (021) 22466  
Tel.: 233-1622

**IBRASA - Investimentos Brasileiros S.A.**  
Av. Rio Branco, 31 - 15.º andar  
Rio de Janeiro — RJ  
CEP 20090 — Telex: (021) 22466  
Tel.: 233-1622

## **Endereços**



Composto e impresso na  
PORTINHO CAVALCANTI EDITORA LTDA.  
Rua Irineu Marinho, 30 - s/loja 201  
Tel.: 224-7732 (PABX)  
Rio de Janeiro — RJ

Editado pela Área de Representação do BNDE

